海外策略

美国 2020 大选：现状、演变与影响

大选全景观察：当前情形、演变路径、观测方法、与如何交易大选结果

美国总统大选是下半年海外市场重要事件之一，潜在政策变化对全球都将带来重大影响。为给投资者提供一个全景，我们从多个维度梳理如下：

- **现状：特朗普民调大幅落后，10 月是关键**。目前距大选（11 月 3 日）仅剩 3 月，**特朗普在民调、博彩赔率和工作支持率上均大幅落后**，6 月因疫情复发、复工停滞、示威活动差距拉大，直到近期略有改善。目前得克萨斯、宾夕法尼亚、佛罗里达等 15 州二者处于相持状态，将是争夺焦点。重要时点上，8 月底党内代表大会前，拜登将提名其竞选搭档；**10 月三轮总统辩论对于选情走向也至关重要**。

- **规则：选举人团、各州独立、赢者通吃。**美国独特的选举人制度是以州为独立竞选单元，而并非全国一人一票式的普选。**赢得州内普选票的候选人将赢得该州的所有选举人票（赢者通吃）**，而赢得选举人 538 票中的半数（270）即可当选。选举人制度是为防止纯粹简单多数和保障小州利益，也使得**选举人票多的摇摆州成为决定结果的胜负手**，因为在稳固州赢得再多普选票也不会增加选举人票。不过，**类似于 2016 年赢得普选但输掉大选的情形并不常见**，历史上仅有 5 次。

- **影响因素：1）疫情与复工：**单纯疫情对选情影响不显著，疫情复发州共和党民调领先居多；复工进展更重要，红蓝州进展泾渭分明、逆转则以摇摆州为主。**2）游行示威：**弗洛伊德事件明显改变了非裔占比较高州的民调且均支持拜登，不过也可能增强特朗普在多数族裔选民中的支持。仅就疫情和示威游行而言，今年与 1968 年大选有诸多“形似”之处，值得比较。**3）**此外，**经济增长、就业和金融市场**表现三者都不好的时候，通常也意味着更大的竞选连任压力。**5）**我们还注意到，**总统所属政党更替后美元指数通常有短暂的走弱现象**。

- **如何观测？**民调虽然存在样本偏差和准确度问题，但整体靠谱，只不过其所反映的普选票比例不能等价基于选举人票的大选结果，但这并非民调的问题。**更为精准的方法是以州为观测单位、特别是摇摆州，**这样既可以反应基于普遍结果的州内选举人票归属，又可以避免跨州加总的偏差。**摇摆州在决定大选结果上至关重要，此次更是如此。不过当前摇摆州可能对特朗普不利**，如佛罗里达、宾夕法尼亚、俄亥俄等，均是拜登领先；**共和党传统票仓也不稳固**，如得克萨斯等。

- **如何交易大选过程与结果？节奏上**，目前到大选前的 3 个月内，10 月有三轮总统辩论，最为关键也充满变数；历史经验显示，大选年的 10 月往往表现偏弱，**因此提示投资者关注 10 月潜在波动**。

  结果上，1）若特朗普胜选，一般性规律下连任年份风险资产表现更好，且特朗普减税、基建、金融监管放松、财政赤字扩张的主张也**有利于风险偏好抬升、美股、美债利率走高和美元走强**（但若国会两院均为民主党控制可能会使其大打折扣）；**潜在风险是中美关系进一步紧张。2）若拜登当选，**一般性规律下政党更替后**美元短期走弱**，且拜登更倾向于依靠盟友而非单边关税解决贸易问题也或压制美元。政策层面，除了也支持基建外，拜登的加税、医保、金融监管、甚至可能提名 Warren 为财长都对风险偏好不利，**因此对市场和风险资产中性偏空**；**极端风险来自特朗普败选后其和支持者对结果的质疑**。

分析员 **刘刚，CFA**
SAC 执证编号：S0080512030003
SFC CE Ref：AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn

分析员 **王汉锋，CFA**
SAC 执证编号：S0080513080002
SFC CE Ref：AND454
hanfeng.wang@cicc.com.cn

相关研究报告

- 市场策略 | 美股机构仓位现在有多高？(2020.08.02)
- 市场策略 | 7 月 FOMC：政策维持宽松，市场犹豫中上涨 (2020.07.30)
- 市场策略 | 1H20 业绩预览：同比下降但趋势继续好转 (2020.07.29)
- 市场策略 | 美债实际利率大幅走负的影响和启示 (2020.07.19)
- 市场策略 | 美股二季度业绩会如何？年内最差、但或好于预期 (2020.07.14)

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

目录

当前情况：特朗普民调仍大幅落后，10 月是关键期 4
现状：特朗普民调仍大幅落后于拜登；近期略有改善 4
关键节点：8 月拜登竞选搭档与 10 月三轮总统候选人辩论 6
背景信息：拜登如何从党内脱颖而出 7
大选规则：选举人团、各州独立、赢者通吃 8
什么是选举人制度？各州独立、赢者通吃、270 票获胜 8
选举人票 vs. 普选票：赢得普选票但输掉大选仅有 5 次 9
各州分布：红州、蓝州、摇摆州 10
未来演变：大选议题与影响因素 12
疫情与复工：疫情影响不显著，复工进展更重要 12
游行示威：弗洛伊德事件加大选情分化 14
宏观环境：高增长、高就业对现任总统更有利 16
历史经验：奥巴马与小布什竞选连任的宏观政策环境 18
如何观测：民调并非不靠谱，但摇摆州更重要 20
民调：不考虑样本偏差，民调更多反应普选支持率 20
摇摆州：摇摆州选情起决定性作用 20
政策差异：大选结果将如何影响美国与市场？ 23
市场影响：10 月偏弱；连任年份更好；货币政策趋缓 26
美股市场：年度无明显差异，但 10 月偏弱；连任年份更好、风险资产跑赢 26
货币政策：大选年无显著差异，但变化明显放缓 29

注：除特别说明，本文中数据均截至 2020 年 7 月 31 日。

图表

图表 1：民调数据显示拜登目前支持率高于特朗普 4
图表 2：博彩赔率数据显示拜登在 6 月后实现了反超 4
图表 3：特朗普支持率与不支持率近期持续拉大 5
图表 4：公众对特朗普处理疫情的不满意度也在持续上升 5
图表 5：近期弗洛伊德事件的发生也使特朗普在支持率上与拜登逐渐拉开差距 5
图表 6：从公共交通出行来看，美国 5 月中旬以来基本持平，明显落后于其他欧洲国家 5
图表 7：目前拜登整体更具优势，但摇摆州的情况仍是制胜关键 5
图表 8：2016 年特朗普和希拉里在三次总统辩论前后的民调支持率 6
图表 9：总统大选未来关键时间节点 7
图表 10：民主党党内初选各候选人民调支持率变化 7
图表 11：美国人口密度热力图 9
图表 12：美国各州选举人团人数配额方法 9
图表 13：美国历史上仅共 5 次赢得普选票，但最终输掉大选的情形 10
图表 14：1892~2016 年历次大选各州最终获胜党派统计 11
图表 15：美国各州疫情、复工与民调情况（注释：红州 RE、蓝州 DE、摇摆州 NA） 12
图表 16：美国疫情从 6 月中旬以来再度复发，近期呈现筑顶迹象 13
图表 17：复工进展前后的支持率变化 13
图表 18：疫情复发并未造成两党的支持率差距明显拉大 14
图表 19：不同复工状态下，共和党与民主党的州领先数目 14
图表 20：部分州暂缓或逆转复工情况 14

图表 21:弗洛伊德事件发生以后 5 个州选举状态改变 15
图表 22:美国各族裔人口占比 15
图表 23：历史上连任年（总统或政党）与 GDP 增速 16
图表 24:历史上连任年（总统或政党）与失业率 17
图表 25：美股市场、板块、美元与美国政治周期 17
图表 26：特朗普与奥巴马、小布什同时期支持率情况 18
图表 27：支持率反转时刻的经济增速 18
图表 28:支持率反转时刻的联邦基金利率 18
图表 29:奥巴马连任大选前的政策目标 18
图表 30：小布什连任大选前的政策目标 19
图表 31：美联储资产规模迅速上升 19
图表 32：疫情之后财政赤字大幅增加 19
图表 33：特朗普当前的工作支持率（Job Approval Rate）已降至 41% 20
图表 34：美国历史上的摇摆州投票选择 21
图表 35：共和党和民主党传统票仓的当前选情 21
图表 36:当前美国选情接近州的民调支持率、疫情与复工进展 21
图表 37：特朗普和拜登在得克萨斯的民调 7 月末曾一度持平，近期仍较为胶着（截止 2020 年 8 月 1 日） 22
图表 38：得克萨斯拉丁族裔的占比远超全国水平 22
图表 39：拜登目前在佛罗里达的民调已超过特朗普（截止 2020 年 8 月 1 日） 22
图表 40：佛罗里达在过去几届大选的民调上较为摇摆 22
图表 41：拜登与特朗普未来政策对比 24
图表 42：拜登主张将目前企业税率由 21%提高至 28% 25
图表 43: 2018 年特朗普减税政策实施的前期有效提振了企业盈利增长 25
图表 44：奥巴马执政期间，美国政府在医疗保健上的开支显著抬升，但自特朗普执政着力于削减医保开支 25
图表 45：中美第一阶段贸易协议的执行进展 25
图表 46：从年度表现来看，大选年的美股市场表现与正常年份差异不大 26
图表 47：标普 500 指数大选年月度表现 vs. 1960 年以来平均月度表现 27
图表 48：标普 500 指数大选年月度表现 vs. 1960 年以来平均月度表现 27
图表 49：成功连任的大选年汇总，原油、美股、工业金属等风险资产跑赢未成功连任的大选年；黄金跑输未成功连任的大选年，债券表现差异不大 28
图表 50：大选年金融、周期和科技板块表现好于非大选年 28
图表 51：美股板块表现：大选年 vs. 非大选年 28
图表 52：大选年的货币政策在变化幅度和加息/降息次数上与前后两年并无明显差异 29
图表 53：...但从季度变化的绝对值来看，大选年中三季度的货币政策变化幅度通常较低 29
图表 54：美国大选年的货币政策变化 30

当前情况：特朗普民调仍大幅落后，10 月是关键期

2020 年是美国总统大选年，其进程中和最终结果可能引发的政策变化都会给市场带来多方面影响。美国近期疫情复发、弗洛伊德事件导致大范围示威游行、以及中美关系波澜都为大选进程增添了许多不确定性。

目前距 11 月 3 日大选日仅剩 3 个月时间，市场关注度与日俱增。在此前报告《大选年的美股市场》基础上，我们在本文中将主要从现状、制度、演变与影响几方面着手分析：1）现状与未来重要时间节点；2）美国大选机制、以及历史情况（如蓝州、红州、摇摆州的变迁）；3）大选主要议题与未来可能演变；4）如何观测；5）政策对比与影响；6）大选年资产价格表现经验。

现状：特朗普民调仍大幅落后于拜登；近期略有改善

i. **整体情况：虽然近期略有改善，但特朗普民调仍大幅落后于拜登。**综合各方面统计，目前二者民调差距在~7%（49.4% vs. 42.0%，RealClearPolitics，RCP）、博彩赔率相差 25%（61.0% vs. 36.4%，RCP）、特朗普不支持率与支持率扩大至 13.6%（54.8% vs. 41.2%，fivethirtyeight）。

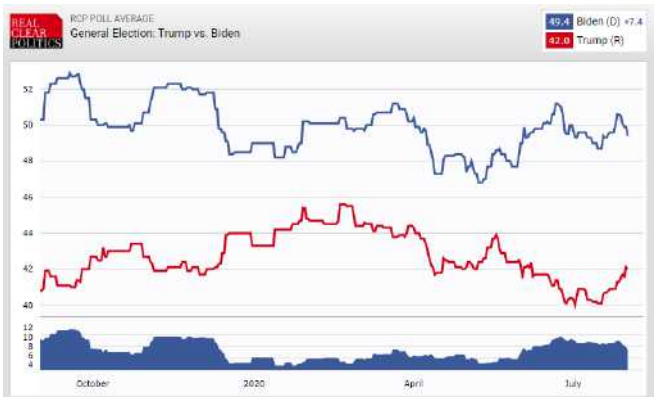
ii. **演变路径：二者差距 5 月中旬开始持续拉大并下滑**，这与美国本轮疫情复发、由此引发的复工停滞（《此轮疫情复发对美国复工造成了多大影响？》）、以及遍布全美各地的游行示威活动基本同步，说明这些问题成为特朗普近期选情的主要拖累因素，这一点从针对特朗普处理疫情问题的民调支持率上也可以得到体现（图表 4）。

iii. **各州对比：美国大选实行各州相对独立的选举人制度（electoral college），因此各州特别是摇摆州的强弱对比相比整体民调更为关键。**基于各州最新民调，拜登在包括加州和纽约州在内的 8 个传统蓝州大幅领先（solid Democrat，共 118 选举人票）；在包括伊利诺伊、新泽西、华盛顿等 5 个州也具有一定优势（likely Biden，共 51 选举人票）；而在弗吉尼亚以及康涅狄格等 7 个州小幅领先（lean Biden，共 43 选举人票），总计 212 票（图表 7）。

相反，特朗普在包括田纳西、阿拉巴马、肯塔基在内的 11 个传统红州明显领先（solid Republican，共 63 选举人票）；在路易斯安纳、密西西比等 6 个州有一定优势（（likely Trump，共 32 选举人票）；而在印第安纳和南卡小幅领先（lean Trump，共 20 选举人票）。共计 115 票（图表 7）。

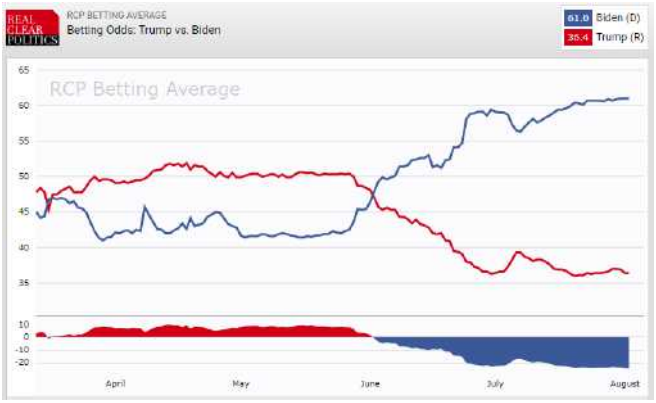
此外，还有包括得克萨斯、宾夕法尼亚、佛罗里达等在内处于相对胶着状态的 16 个摇摆州，共计选举人票数 211 票，这也将是未来争夺的焦点（图表 7）。

图表 1：民调数据显示拜登目前支持率高于特朗普



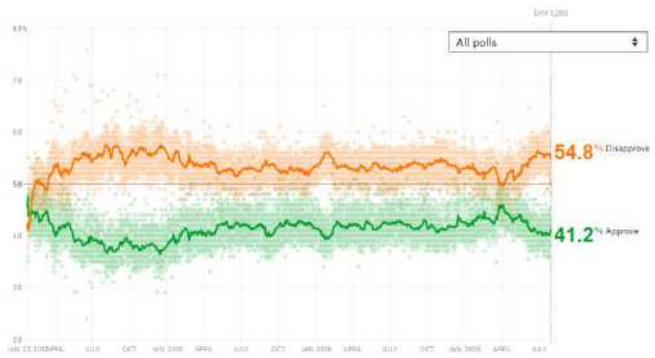
资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部

图表 2：博彩赔率数据显示拜登在 6 月后实现了反超

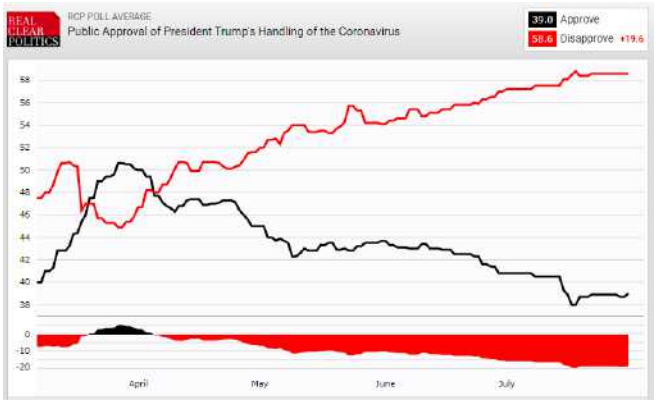


资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部

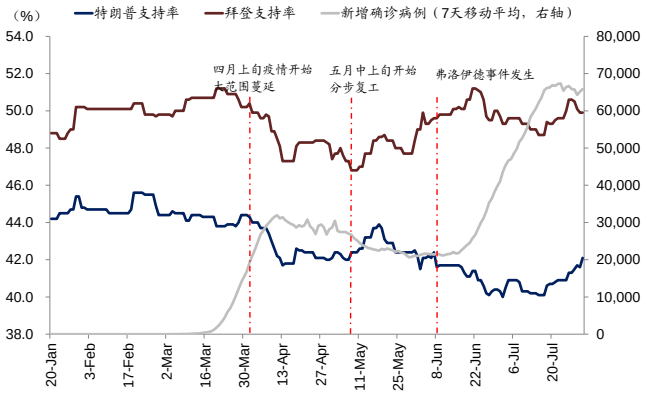
图表 3：特朗普支持率与不支持率近期持续拉大



图表 4：公众对特朗普处理疫情的不满意度也在持续上升

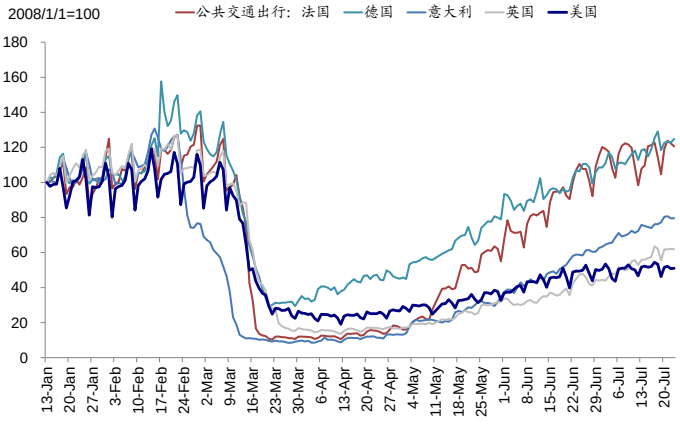


图表 5：近期弗洛伊德事件的发生也使特朗普在支持率上与拜登逐渐拉开差距



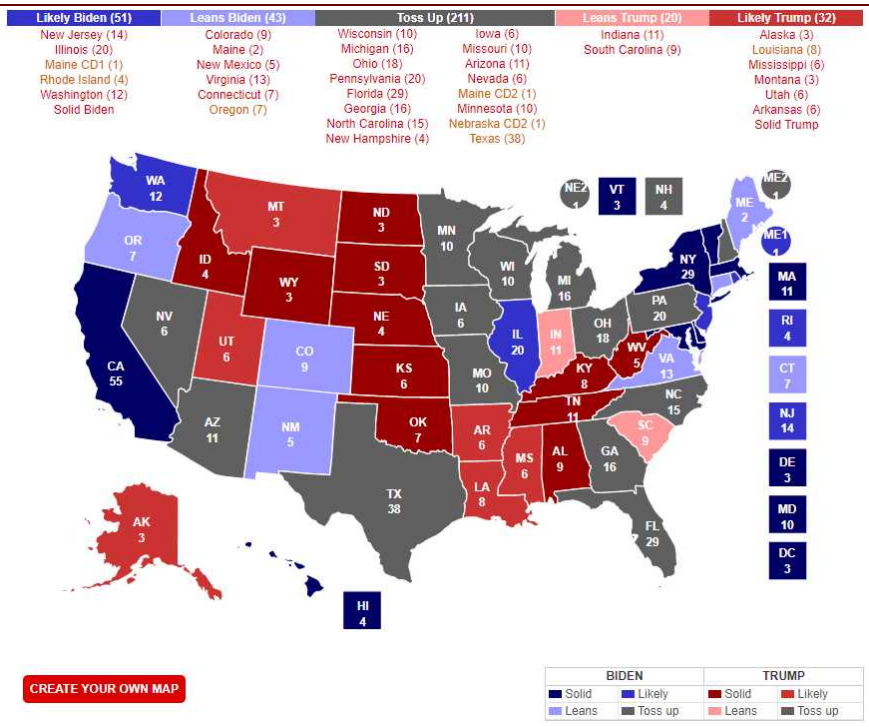
资料来源：RealClearPolitics，fivethirtyeight，中金公司研究部

图表 6：从公共交通出行来看，美国 5 月中旬以来基本持平，明显落后于其他欧洲国家



资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部

图表 7：目前拜登整体更具优势，但摇摆州的情况仍是制胜关键



资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部；注：缅因州和内布拉斯加州分为第一和第二国会选举区

关键节点：8 月拜登竞选搭档与 10 月三轮总统候选人辩论

11 月 3 日大选正式投票日前，有一些关键时间节点值得密切关注，甚至可能对选情产生重要影响。由于特朗普和拜登都已锁定各自党内提名，因此分别将于 8 月 17 日和 8 月 24 日举行民主和共和两党代表大会或将仅是一个形式。具体而言，

i. **拜登确认竞选搭档（8 月 24 日民主党代表大会之前）。**现任副总统彭斯将作为特朗普本次大选的竞选伙伴参选，但民主党副总统候选人尚未确定。3 月初选辩论中，拜登曾承诺将选择一名女性作为副总统候选人、并在 8 月初宣布。近期弗洛伊德事件引发各界关注，考虑到少数族裔选民在民主党选举中扮演重要的角色，因此民主党对于拜登选择一位非裔女性作为其竞选伙伴的呼声更高。目前市场认为非裔女性中关注度最高的 3 位竞争者包括加州参议员哈里斯（Kamala Harris）、加州国会选区美国代表巴斯（Karen Bass）以及国家安全顾问莱斯（Susan Rice）。与此同时，参议员沃伦（Warren）仍然在党内拥有较高的支持率[1]。

不过，市场更关注的是拜登是否有可能选择政策立场偏左的沃伦担任财政部长一职。考虑到沃伦主张大幅加税、加强银行和金融业监管、改变收入再分配、以及拆分大型科技公司等非常激进的政策主张，如果这一可能性明显增加的话，可能会对市场特别是相关板块造成压力。

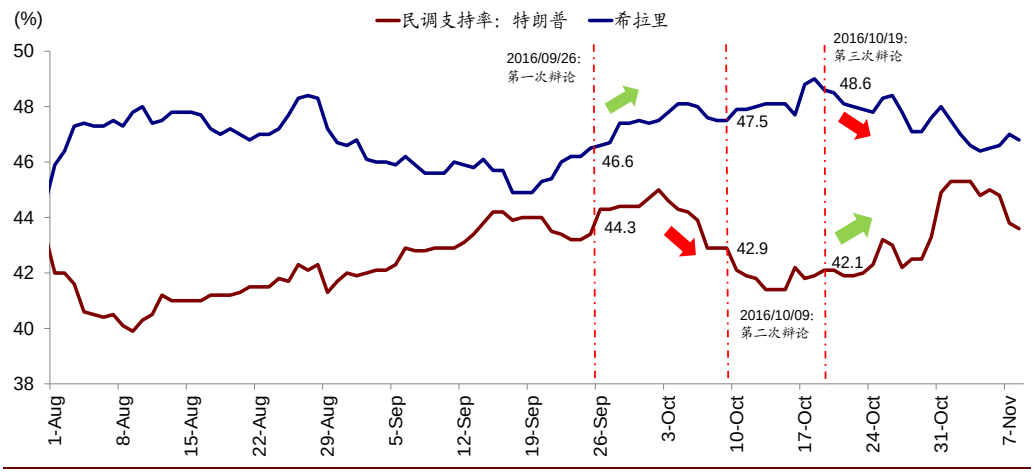
ii. **10 月三轮总统候选人辩论，对支持率有重要影响。**总统候选人辩论是选民了解候选人观点的重要渠道，候选人的表现甚至会显著影响支持率，例如 1960 年第一次电视直播的总统辩论就被普遍公认为对肯尼迪战胜尼克松赢得大选起到了决定性作用。2016 年大选的三次辩论后，特朗普和希拉里的民调支持率都出现了较为明显的变化。第一次辩论中希拉里凭借稳定的发挥推动支持率稳步上升，特朗普民调支持率却明显下滑；随后，希拉里借助第二次辩论势头以及特朗普的一系列丑闻将优势继续扩大；但在第三次辩论后，伴随“邮件门”事件升温，形势逆转，特朗普民调支持率大幅回升。因此，9 月末到 10 月底的三场总统辩论中值得密切关注（图表 8）。

第一轮：**首场辩论将在克利夫兰的凯斯西储大学举行，时间为 9 月 29 日**。辩论期间，候选人不仅要解答选民关心的问题，还要应对对手尖锐的挑战，由于辩论采取电视和网络直播的方式进行，本次辩论是取得前期未做出决定的民众支持的重要机会。之后，**两位副总统候选人也将于 10 月 7 日在盐湖城的犹他大学举行副总统辩论**。

第二轮：**第二场辩论定于佛罗里达迈阿密市，时间为 10 月 15 日**。佛罗里达州作为选举人票数仅次于得克萨斯的第二大摇摆州，两位候选人的表现将非常关键。

第三轮：**最后一场辩论将于 10 月 22 日在纳什维尔的贝尔蒙特大学举行**。本次辩论将是最后一次电视公开辩论，若选情依然胶着，那么第三场辩论尤为重要。

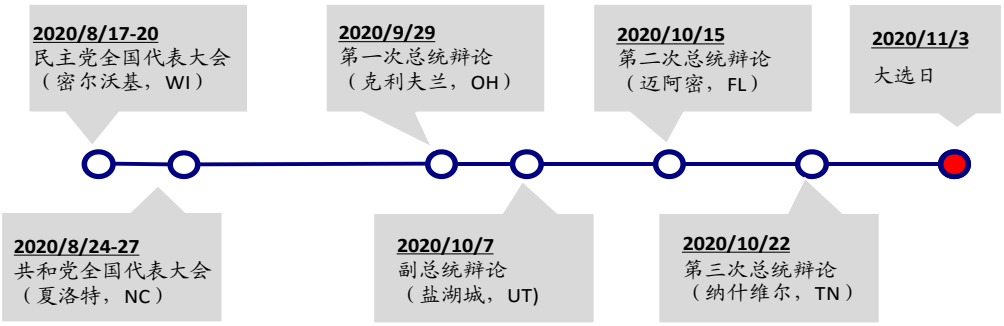
图表 8: 2016 年特朗普和希拉里在三次总统辩论前后的民调支持率



资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部

[1] https://www.wsj.com/articles/bidens-top-running-mate-contenders-emerge-as-he-enters-key-week-11596274200

图表 9：总统大选未来关键时间节点



资料来源：Wall Street Journals，中金公司研究部

背景信息：拜登如何从党内脱颖而出

尽管目前拜登已经锁定了民主党党内提名，但就在今年 2 月“超级星期二”之前，其支持率还一度被立场更加左派激进的桑德斯反超。

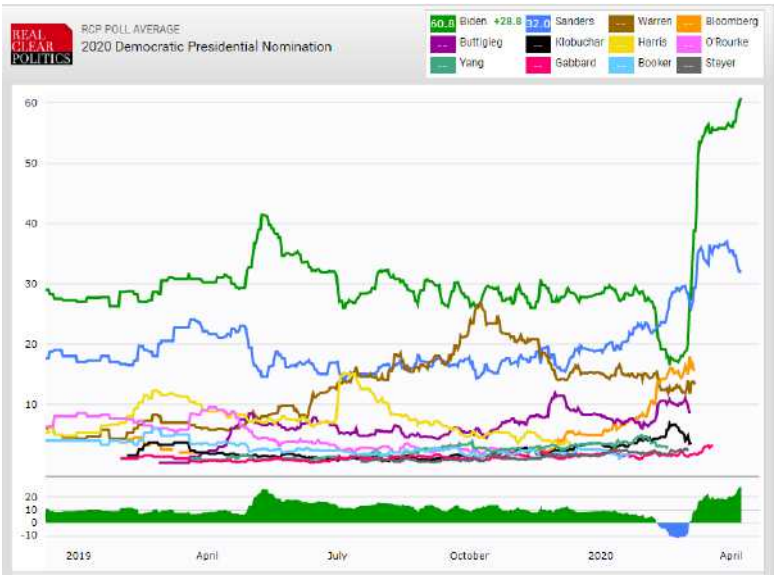
- **拜登初选初期一度明显落后**。在今年 2 月 3 日举行的爱荷华初选中，拜登仅赢得了 6 名承诺代表（pledged delegate）的选票，而于 2 月 11 日在新罕布什尔举行的初选上，拜登排名第 5，更是因为未能达到规定的 15%资格门槛没有赢得任何代表选票。随后在 2 月 22 日内华达初选中，由于拉丁裔、非裔及亚裔选民的高占比，桑德斯大获全胜，成为暂时民主党内候选人的领跑者。

- **南卡成为重要分水岭**。在经历了爱荷华、新罕布什尔和内华达的挫败，拜登在南卡的表现将变得至关重要。就在南卡初选前夕，南卡资深众议员、非裔领袖克莱本公开宣布支持拜登。最终，借助其支持，拜登以压倒性优势赢下了南卡的初选。

- **拜登在“超级星期二”中成为最大赢家。**在 3 月 3 日超级星期二初选中，拜登赢下了阿拉巴马、阿肯色、缅因等 15 个州中的 10 个州，票数反超了一度领先的桑德斯。

- **新冠疫情导致部分州初选推迟，桑德斯宣布推选**。伴随超级星期二的结束和其他候选人相继终止竞选并转为支持拜登，民主党初选变成了拜登和桑德斯之间的对决。由于新冠疫情在美国蔓延导致多州初选延期，民众对选举的关注度也逐渐降低。桑德斯和其团队在评估了选情走势后于 4 月 8 日宣布退出竞选。

图表 10：民主党党内初选各候选人民调支持率变化



资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部

大选规则：选举人团、各州独立、赢者通吃

有别于多数国家一人一票的普选制度，美国总统大选实行的是**各州相对独立的选举人团制度（Electoral College）**。2016 年，特朗普虽然在普选票（popular vote）上少于希拉里，但正是凭借在一些关键摇摆州赢下了所有选举人票（electoral vote，所谓“赢者通吃”），进而最终在大选中获胜。

正是由于这一选举制度的特点，在当下愈发“两极化”的美国政治生态下，**相对稳固的蓝州和红州都并非焦点**（因为赢下州内再多的普选票也不会增加整体选举人票数），**恰恰是一些票数多的关键摇摆州对选情尤为重要**（但所谓摇摆州在历史上也会随着选民族群的构成变化而逐渐迁移，尽管是一个渐进的过程）。因此，了解选举人制度是理解美国大选以及洞悉影响大选因素的关键。

什么是选举人制度？各州独立、赢者通吃、270 票获胜

i. **什么是选举人制度？**选举人团是美国特有的选举方式。**总统由选举人团选举产生，而并非由选民按照一人一票方式直接选举**。在大选日（今年为 11 月 3 日），各州选民将根据自己的意愿投票（普选票），除缅因和内布拉斯加外（两州采用比例代表制），**凡赢得该州民众普选票简单多数的候选人则直接赢得该州所有的选举人票**（所谓的赢者通吃，Winner takes all）。

在此之后，各州获胜党派会推举选举人组成选举人团，然后选举人团在各州州府按照普选决定的结果全票投给获胜一方的总统和副总统候选人，或将仅是一个形式，仅有少数情况下有极端例外。

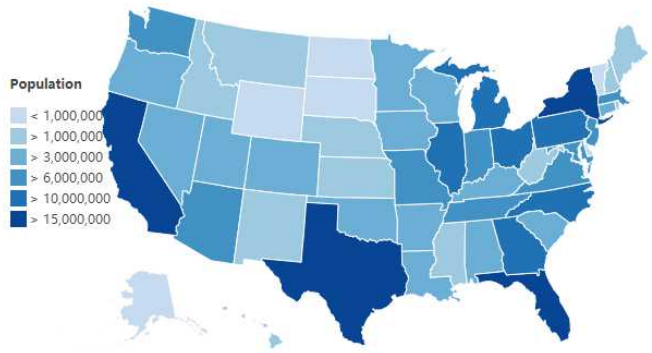
ii. **选举人票数如何决定？各州分布如何？总选举人票 538 张，对应参众两院议员总数；众议员按人口分配**。每州选举人票对应其在国会参众两院议员总人数，华盛顿特区除外（例如纽约州 2 位参议员和 27 位众议员，对应该州选举人票 29 张）。各州参议员固定为 2 人，众议员人数则按人口分配，美国人口调查局每 10 年会进行一次人口普查，其结果将决定各州选举人票的数量（图表 12）。

根据 2010 年普查结果，选举人票数最多的州为加州（55 张）、得克萨斯（38 张）、纽约州（29 张）、佛罗里达（29 张）、伊利诺伊（20 张）、宾州（20 张）。其中，加州、纽约州以及伊利诺伊 1992 年以来均为深蓝州或蓝州，而犹他、内布拉斯加、堪萨斯等中部州在近次大选中均为深红州或红州。相比之下，佛罗里达为典型的摇摆州，得克萨斯从此次民调来看也有转蓝迹象。

获得半数以上（270 张）即可当选总统，因此在大选中能否赢得票数多的摇摆州尤为关键。

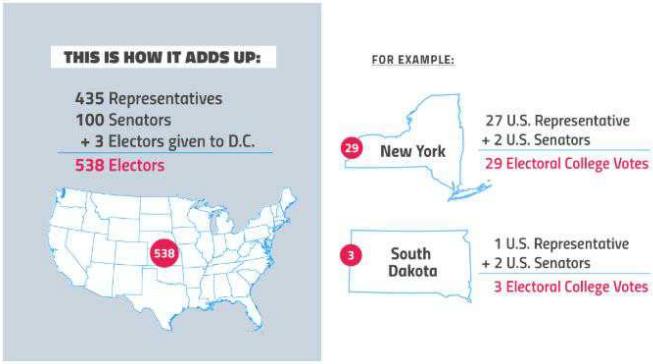
iii. **选举人团制度的原因？防止简单多数凌驾少数；兼顾平衡小州利益。**美国选举人团制度是综合两个历史因素形成的。其一是因为制宪者担心民众的观点易被外部因素左右，直接选举容易导致简单多数完全凌驾于少数方，即便差距很小；其二是因为美国为联邦制国家，各州独立性很大，因此若实施简单多数的普选，部分人口小州将失去话语权（图表 11）。**所以选举人团的设置叠加“赢者通吃”的制度使得历届总统候选人都要极力争取各州的民众支持，同时所得到的支持在地域上的分布也较为平衡**。

图表 11：美国人口密度热力图



资料来源：worldpopulationreview，中金公司研究部

图表 12：美国各州选举人团人数配额方法



资料来源：representUS，中金公司研究部

选举人票 vs. 普选票：赢得普选票但输掉大选仅有 5 次

虽然选举人制度与全民普遍有差异，但多数情况下，两者的结果均基本一致，**像 2016 年大选这样赢得普选票但输掉大选的情形其实并不常见，美国历史上仅有 5 次**（图表 13）。具体看，

i. **亚当斯（1824 年）**：当年共有 18 个州参与总统选举。大选最终得票上，杰克逊获得 152,901 张普选票，而亚当斯仅获得 114,023 张普选票；然而杰克逊赢得的选举人票只有 99 张，未达到当时所需的 131 张选举票要求，因此大选于 1825 年 2 月再次举行，每州一票，亚当斯最终以微弱优势赢得选举。

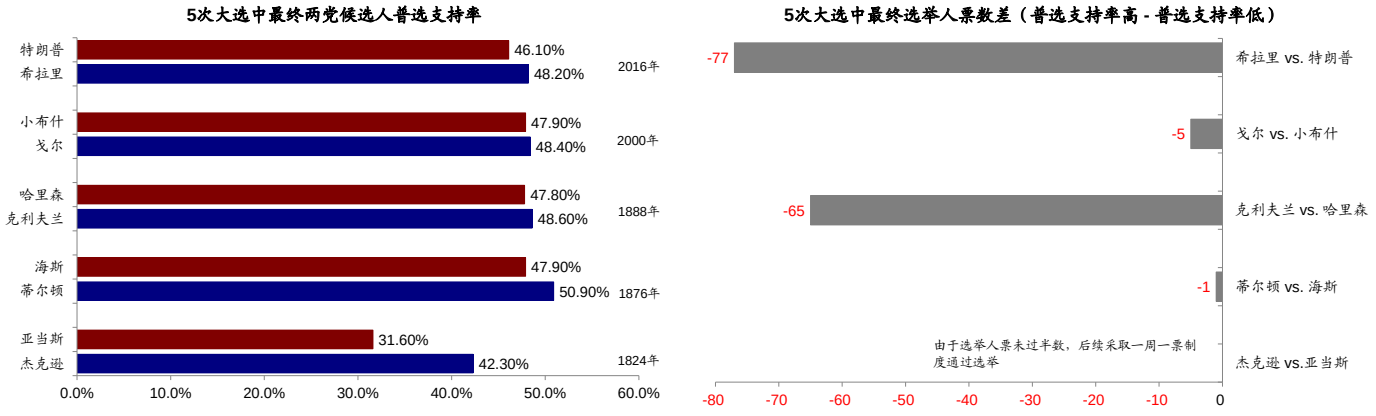
ii. **海斯（1876 年）**：此次大选存在较大争议。最终得票上，蒂尔顿（民主党）获得 4,288,546 张普选票，海斯（共和党）仅获得 4,034,311 张普选票，同时蒂尔顿的选举人票领先海斯（184 比 165）。不过仍有剩下 4 个州 20 张选举人票悬而未定，原因是双方在佛罗里达、路易斯安那以及南卡均宣布自己获胜，而俄勒冈州因违规遭到撤换。最终选举委员会将这 20 张选举人票判给海斯，海斯险胜。

iii. **哈里森（1888 年）**：克利夫兰（民主党）寻求连任，在最终得票上，克利夫兰赢得比哈里森（共和党）多 0.8%的普选票。但在选举人票上，克利夫兰仅获得 168 张，哈里森赢得 233 张，最终赢得大选。

iv. **小布什（2000 年）**：民主党候选人戈尔在普选票上以 0.51%的优势领先小布什（共和党），但小布什在选举人票以 271 比 266 获胜。此次大选被认为是选举结果最为接近的一次，其中佛罗里达的选举结果最受争议，由于双方均未取得 270 张选举人票，佛罗里达 25 张票就显得尤为关键。美国最高法院拒绝了重新点票并将该州选举人票判给小布什，使其赢得大选。

v. **特朗普（2016 年）**：从选前民调上来看，希拉里（民主党）一度被广泛认为大概率赢得大选竞选，在最终普选票上，也的确以 2.2%的优势领先特朗普，但特朗普（共和党）超预期的赢下了密西根、宾州、以及威斯康星的选举人票；同时也赢得佛罗里达这个拥有 25 张选举人票的摇摆州，最终以 304 比 227 赢得了大选。

图表 13：美国历史上仅共 5 次赢得普选票，但最终输掉大选的情形



资料来源：Wikipedia，中金公司研究部

各州分布：红州、蓝州、摇摆州

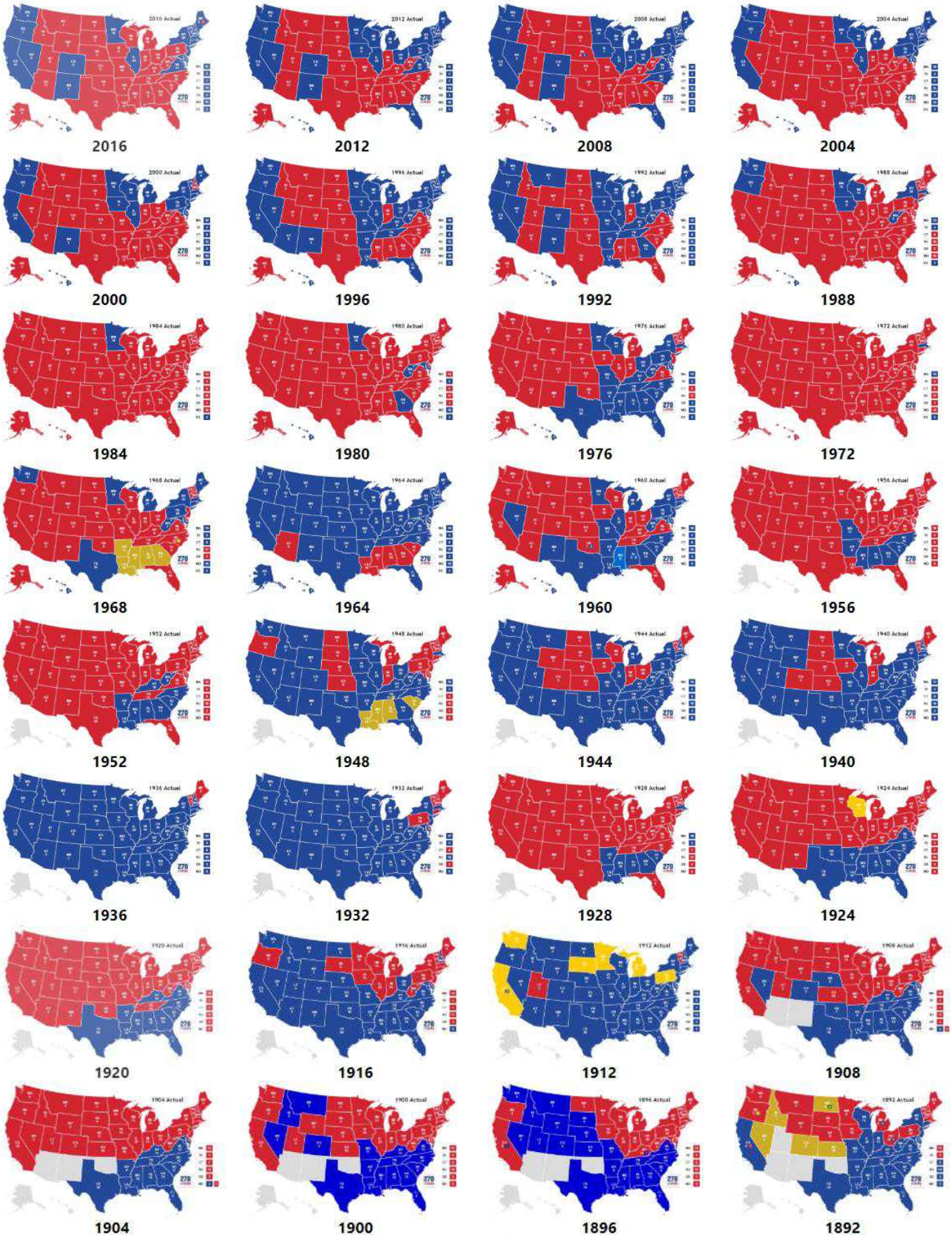
通过上文中的分析，我们不难发现，各州基本上是美国大选最大的独立单元，每个州对不同政党的支持程度和选举人票的多寡（取决于人口）决定了其在大选中的重要性，**选举人票多但又没有明显政党倾向的摇摆州也就成了每次大选的“必争之地”和胜负手**。

这一特征在近期由于美国国内政治环境愈发“极化”而更为凸显。例如 2012 年之前的 7 次大选中，仅有 6 个州与上次大选投票倾向不一样。以对民主党支持最为坚定的加州和纽约州为例，这两个州自 1992 年大选以来均是民主党候选人获胜；而共和党的传统“票仓”得克萨斯更是自 1980 年以来的 10 次大选中均为共和党人获胜。相比之下，**佛罗里达、俄亥俄、科罗拉多等都是典型的摇摆州，其连续支持同一个政党时间都很短。**

不过，从更长的时间周期视角，上述提到的所谓稳固的红州、蓝州和摇摆州也并非一成不变，特别是部分州人口构成的变迁（多数族裔 vs. 少数族裔）会影响其支持偏好。仍以上文中提到的长期支持共和党的得克萨斯州为例，由于其拉美裔人口不断增加且远高于全国水平（39.6% vs. 18.3%），因此在最新的民调中，特朗普与拜登的支持率已经不相上下，甚至 7 月末拜登还一度有领先，成为本轮大选中重要的摇摆州。

因此，对此 2020 年大选而言，除了**得克萨斯之外、佛罗里达、亚利桑那**也是票数多、但人口结构中多数族裔以外少数族裔占比高进而导致近期拜登领先特朗普的重要摇摆州，这些州是近期**非常值得关注的“战场”。换言之，如果特朗普在这几个州失利的话，将面临更为严峻的形势**。

图表 14: 1892~2016 年历次大选各州最终获胜党派统计



资料来源：270toWin，中金公司研究部

未来演变：大选议题与影响因素

对于大选选情而言，整体经济增长和就业情况一直以来都是一个作为共性的影响因素。本次大选中，除了经济和市场环境外，疫情与复工、近期示威游行也将是重要的议题和影响因素，值得重点关注。

疫情与复工：疫情影响不显著，复工进展更重要

疫情与复工这两个看似联系非常紧密的因素，实际上在对特朗普和拜登支持率的影响上并不完全一致。这看似矛盾的背后，**实际上反映的一个可能情况是，单纯疫情严重但却并没有大幅逆转复工的州，其支持率变化不大**。

#1、疫情复发州共和党领先居多，疫情稳定州民主党领先居多；疫情复发影响不大

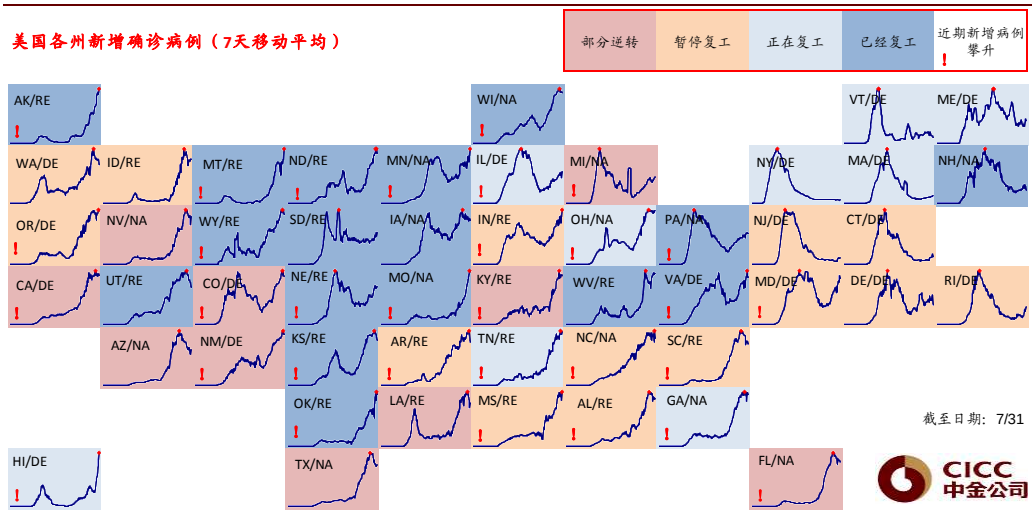
毋庸置疑，新冠疫情是当下影响美国社会方方面面最重要的因素，疫情扩散与复发在多大程度上会影响特朗普选情也是市场普遍关心的问题。通过对美国各州的疫情与民调情况进行梳理，我们发现：

- **整体看，疫情复发州共和党民调领先居多，疫情稳定州民主党领先居多。**以各州新增确诊病例的 7 天移动平均值作为衡量指标，近期美国疫情增长较快的州共有 31 个（图表 15）。这些州中，目前民调共和党领先的有 14 个州，民主党领先的有 8 个，摇摆州有 9 个（图表 15）。疫情增长较快的州中共和党领先的较多，几乎是民主党的两倍。反之，近期疫情发展比较稳定的州一共有 19 个，其中共和党领先的有 5 个，民主党领先的有 9 个，摇摆州有 5 个。

- **疫情复发对支持率的直接不显著。**本轮疫情自 6 月中旬复发（图表 16），疫情复发较快的州，比如威斯康星、佛罗里达、宾夕法尼亚、密歇根，拜登与特朗普的支持率差距并没有因为疫情发展而大幅扩大，**实际上一些疫情升级的州拜登的优势反而有所下降**（图表 18）。

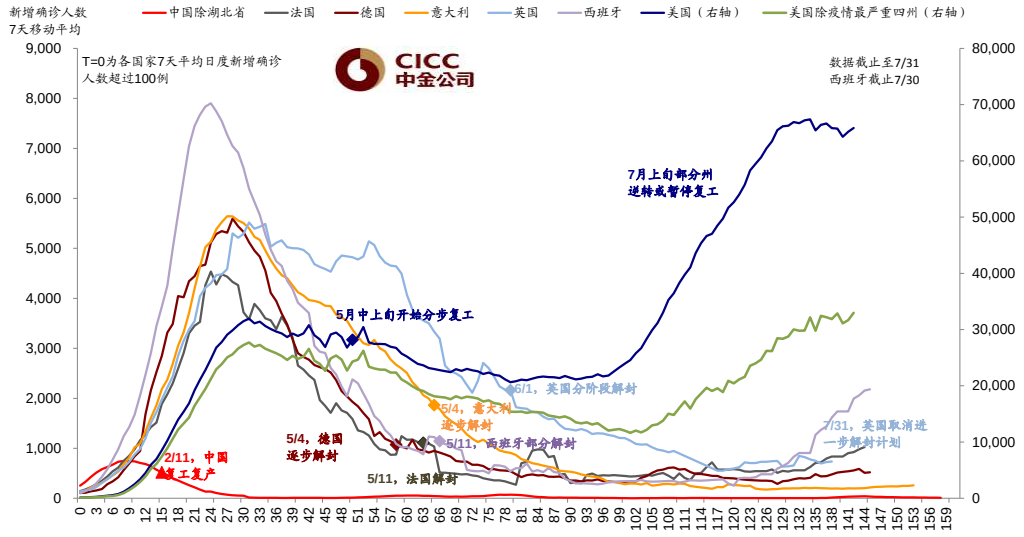
  这一特点与整体支持率数据也是一致的，疫情蔓延之后，特朗普和拜登的支持率差距并没明显拉大，可以理解为疫情是对两党的共同外生冲击，弗洛伊德事件之后二者的支持率差距走阔。

图表 15：美国各州疫情、复工与民调情况（注释：红州 RE、蓝州 DE、摇摆州 NA）



资料来源：New York Times，RealClearPolitics，中金公司研究部

图表 16:美国疫情从 6 月中旬以来再度复发，近期呈现筑顶迹象



资料来源：New York Times，RealClearPolitics，中金公司研究部

#2、已复工州共和党领先，正在复工州民主党领先，逆转以摇摆州居多

根据 New York Times 数据，美国 50 个州的复工进度分为已经复工、正在复工、暂停复工、部分逆转四种状态。不同的复工状态下，选民对共和党和民主党的支持意愿也有所差异（图表 15），因此复工状态的不同对于两党民调情况有一定影响：

- **已经复工的州中以共和党领先居多。**目前已有 17 个州处于复工状态，其中有 10 个州共和党领先，1 个州民主党领先，6 个州处于摇摆状态（图表 19）。可见在已经复工的州中，共和党大幅领先民主党，当完全处于复工状态时，共和党具有一定优势。

- **正在复工的州中民主党大幅领先。**正在复工的一共有 9 个州，其中有 1 个州共和党领先，6 个州民主党领先，2 个州处于摇摆状态。当处于复工进程中时，民主党大幅领先，反映出民主党领先的州复工安排没有那么激进，**这可能与共和党更注重经济增长，民主党更关注民生保障的传统政策主张有关**。

- **逆转以摇摆州居多。**逆转州是指之前开始复工，但因近期疫情复发而逆转，目前共有 10 个州处于逆转复工进程，其中 5 个州属于摇摆州，复工进度的反复也反映出选民意愿的不确定。此外，在暂停复工的州中，共和党领先的州为 6 个，民主党领先的州为 7 个，民主党稍微领先，二者差距不大。

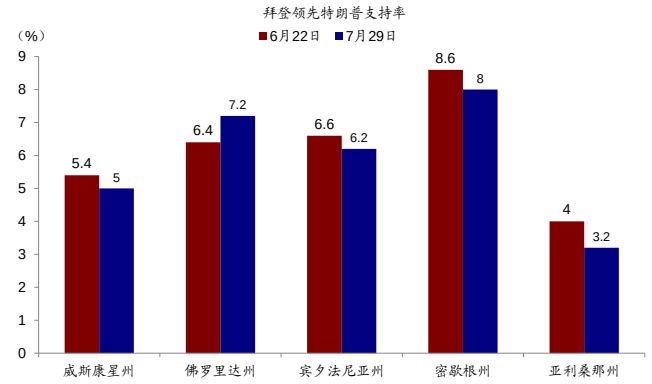
- **对比看，如果从复工状态逆转为暂缓状态则会对特朗普不利**，比如 2020 年 7 月 6 日，佛罗里达发布了一项“关闭宴会厅，宴会设施，聚会场所，健身房和健身中心以及短期租赁”的政策，一周后拜登在该州领先特朗普的支持率扩大了 1.3 个百分点；2020 年 7 月 17 日，得克萨斯公布了一项延长线上教学的政策，拜登在该州领先特朗普的支持率相比一周前扩大了 2 个百分点。

图表 17：复工进展前后的支持率变化

	日期	政策内容	政策目的	一周后拜登领先特朗普支持率变化（%）
宾夕法尼亚州	2020/5/29	17个县从黄色开放等级变为绿色开放阶段，在绿色阶段，餐馆和酒吧可以以50%的产能重新营业。 个人护理服务以及包括娱乐场和剧院在内的所有娱乐活动都可以以50%的容量重新开放。	推进复工	-2.7
北卡罗来纳州	2020/6/24	州长宣布北卡罗来纳州将暂停重新开放活动三周，并要求居民在公共场所戴上口罩。	暂缓复工	2.2
亚利桑那州	2020/5/16	美国职业棒球大联盟（MLB），NBA，NHL和NFL等主要联赛运动可以在没有观众的情况下恢复。	推进复工	-1.1
密歇根州	2020/5/18	允许酒吧和餐馆以50%的容量运行，社交聚会最多可容纳10人。	推进复工	-0.8
佛罗里达州	2020/5/11	允许沙龙和理发店等个人护理服务在该州的大部分地区重新开放，但容量受到限制，运动场馆可以在没有观众的情况下运营。	推进复工	0.6

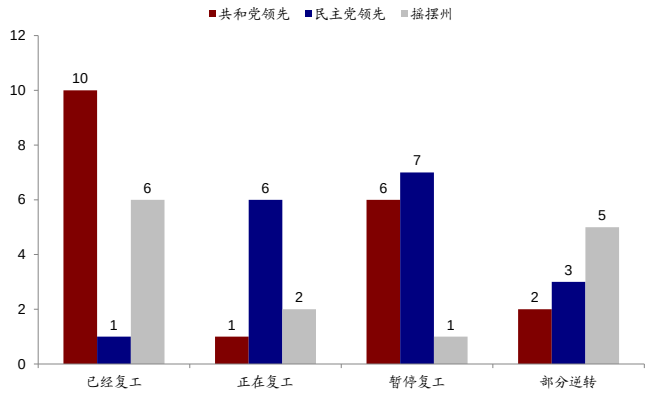
资料来源：New York Times，RealClearPolitics，中金公司研究部

图表 18：疫情复发并未造成两党的支持率差距明显拉大



资料来源：New York Times，RealClearPolitics，中金公司研究部

图表 19:不同复工状态下，共和党与民主党的州领先数目



资料来源：New York Times，RealClearPolitics，中金公司研究部

图表 20：部分州暂缓或逆转复工情况

美国部分州暂缓推进复工详情(截止日期：2020/07/31)

州	新增确诊，7天平均	限制程度	已开放场所	暂不开放场所	详情
加利福尼亚		高	书店、花店、服装店、州内大部分地区的沙龙和理发店	健身房、餐厅、酒吧、夜店、电影院、音乐厅和运动场馆	6/18，州政府强制民众佩戴口罩； 7/11，州政府暂停了大部分地区未来3周酒吧和室内用餐活动； 7/13，州政府叫停州内所有酒吧以及包括餐厅在内的各类室内活动场所，同时将关闭州内30个疫情最严重县的健身房、礼拜场所、商场以及理发店； 7/17，州长宣布了新的指导方针，该指导方针将禁止大多数学校在秋季重新开放，除非符合防止冠状病毒传播的严格标准。 州长还命令该州的所有公立和私立学校都要求三年级及更高年级的学生和雇员佩戴口罩
科罗拉多		中	一些州立公园的露营地、体育馆、餐厅、零售商店、沙龙和理发店	酒吧、夜总会、电影院、音乐会以及运动场馆	6/4，室内体育馆、保龄球馆、游泳池等允许开放但不能超过容客量25%； 7/16，州长发布了一项全州范围的口罩指令，该指令要求人们在公共室内空间以及公共和非个人交通服务（例如出租车和乘车共享）上戴口罩
新墨西哥		中	健身房、室内用餐、啤酒厂、理发店、沙龙、户外休闲、宠物服务和零售店	酒吧和夜总会、电影院、音乐会和运动场馆	6/15，啤酒坊被允许以50％的客容量重新开放室内服务，酒吧保持关闭； 6/25，州长宣布推迟全州第二阶段的重新开放活动7/13州长发布命令，禁止在餐厅和啤酒厂用餐，但仍然允许户外用餐； 7/13，州长发布命令，禁止在餐厅和啤酒厂用餐，仍然允许户外用餐
北卡罗莱纳		中	户外休闲娱乐、零售商店、室内用餐、沙龙和理发店	健身房、酒吧和夜总会、电影院、音乐会和运动场馆	6/24，宣布将暂停重新开放活动三周，并要求居民在公共场所佩戴口罩； 7/2，州长否决了三项法案，比他计划的更快地重新开放体育馆，健身中心和游乐园。立法机关还旨在重新开放溜冰场，保龄球馆和其他娱乐场所； 7/28，州长宣布，将于晚上11点后在全州范围内禁止销售酒精饮料，该禁令于7月31日生效
俄勒冈		中	户外休闲娱乐场所、一些零售商店、健身房、理发店和沙龙	夜总会、电影院、音乐会和运动场馆	6/11，州长中止了波特兰地区重新开放的申请； 7/13，州长禁止10人以上的室内聚会，并要求从7/15开始在室外佩戴口罩； 7/24，室内运动时以及无法保持物理距离情况下都需要戴口罩。 餐厅，体育馆和娱乐场所室内容量上限将减少到100人， 餐厅和酒吧必须在晚上10点关闭
田纳西		中	户外休闲、酒吧、体育馆、零售店、室内用餐、理发店、沙龙和大型娱乐场所	夜总会、电影院、音乐会和运动场馆	7/8，田纳西州的部分县（包括孟菲斯）暂停了部分重新开放的计划，田纳西州第二大县纳什维尔及其周围的县也对商业活动实行了相关限制； 7/27，州长说他没有关闭酒吧或限制室内用餐的计划
得克萨斯		中	健身房，暑期课堂，零售商店，个人护理业务（例如沙龙和理发店），电影院，餐厅用餐服务	酒吧	7/2，州长发布了一项全州性授权，要求得克萨斯州在有20例或更多covid-19阳性病例的任何县城公开佩戴口罩。 该行政命令还赋予地方官员“除某些例外”的权力，限制超过10人的聚会； 7/7，得克萨斯州教育局称将提供面对面和远程学习，并将由家长决定，所有进入校园的学生，老师，教职员工和来访者必须经过筛选； 7/17，得克萨斯州教育官员延长了学校在新学年恢复面对面授课之前可以提供在线教学的时间
路易斯安那		中	礼拜场所，个人护理店，例如沙龙和理发店，剧院，健身房和餐厅用餐服务，零售商店，州立公园	夜总会，音乐会和运动场馆	7/8，酒吧和餐馆将不被允许提供酒吧座位； 7/11，要求大多数人在公共场合戴口罩。 如果教区在两周内每10万人中记录的新案件少于100例，则允许教区退出，该命令于7月13日生效
肯塔基		中	非紧急医疗服务，沙龙和理发店等个人护理业务，餐厅用餐服务，零售店，教堂，制造公司和宠物美容服务。 健身房和电影院。 酒吧和夜总会，音乐会场地	无	6/22，如果满足某些准则，许多企业会将产量从33％增加到50％； 6/29，可容纳50人或更少人数的酒吧和场所将重新开放，公共游泳池也按照其他准则重新开放； 7/9，州长发布了口罩命令，要求人们在许多公共场所都必须戴上口罩。 面具要求适用于商店，饭店和其他室内空间，以及无法进行社交疏远的室外环境

资料来源：New York Times，RealClearPolitics，中金公司研究部

游行示威：弗洛伊德事件加大选情分化

5 月 25 日非裔公民弗洛伊德在明尼苏达因白人警察执法致死，之后导致美国各地爆发了大规模的抗议活动，而特朗普对于示威者的强硬态度引起了非裔群体的不满，大选前夕发生的这次事件或会产生一定影响。

- **弗洛伊德事件后支持率状态发生改变的州非裔占比较高。**根据 RealClearPolitics 数据统计，案件发生以后最近 5 个州的支持率状态变化中，五次变化都是利好拜登，不利于特朗普（图表 21），在这 5 个州中，有 3 个州非裔占比高于全国 12.5%的平均水平，而明尼苏达作为本次案件的发生地，民调状态也发生了改变，这也部分反映出非裔群体对特朗普支持率的下降。

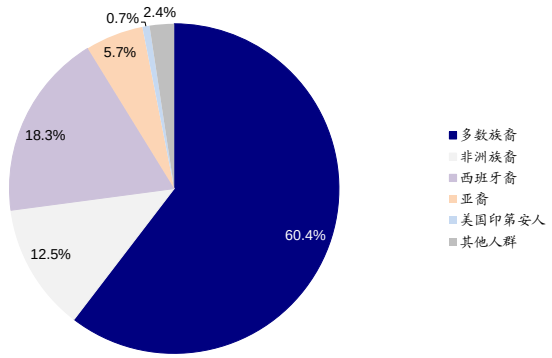
- **可能增强特朗普在多数族裔选民中的支持率。**短期来看，弗洛伊德事件不利于特朗普在少数族裔中的支持率。不过从 2016 年大选的结果可知，非裔群体本来也不是特朗普的主要支持者（图表 22），其支持者以白人为主。根据 2016 年英国《卫报》公布的统计数据，当年大选有 58%的白人选民投给了特朗普，投给希拉里的白人选民仅有 37%，因此此次案件不排除反而强化特朗普在多数族裔中的支持率的可能。

图表 21:弗洛伊德事件发生以后 5 个州选举状态改变

日期	州名	原先状态	目前状态	非洲族裔占比
6.3	科罗拉多州	摇摆	略微支持拜登	4.0%
6.14	阿肯色州	稳妥支持特朗普	很可能支持特朗普	15.4%
6.19	弗吉尼亚州	摇摆	略微支持拜登	19.1%
6.19	新泽西州	略微支持拜登	很可能支持拜登	12.9%
6.20	明尼苏达州	摇摆	略微支持拜登	6.6%

资料来源：RealClearPolitics，USAFACTS，中金公司研究部

图表 22:美国各族裔人口占比



资料来源：USAFACTS，中金公司研究部

专栏：1968 年美国总统大选：疫情与游行示威

某种意义上，1968 年大选与当下局势有诸多“形似”之处。1968 年大选期间香港爆发流感并传至美国，今年则适逢新冠疫情；1968 年马丁·路德·金遇刺引发游行活动，今年 5 月发生的弗洛伊德事件也同样引发大规模游行活动。流感叠加民权问题引发的示威游行并未影响尼克松总统连任，那么本次特朗普面临看似类似的情形，对选情有何影响？

■ 疫情：1968 年流感致死率低于此次，对经济冲击较小

香港流感于 1968 年 7 月爆发，随后在同年传入美国，疫情一直持续至 1969 年。1968 年的香港流感可以分为两个阶段，第一阶段为 1968-1969 年，而第二阶段为 1969-1970 年，其中第二阶段的死亡率要远远高于第一阶段，而美国死亡率较高的第二阶段时期疫情已经趋缓[2]。根据 CDC 统计，全球范围的死亡人数约 100 万人，其中美国约 10 万人[3]。本次新冠疫情在美国已造成约 15.7 万人死亡，日度新增确认病例目前仍处高位（6.8 万左右）。

由于 1968 年流感病毒与 1957 年病毒具有相似的细胞特征，因此许多在此前流感中感染的人群对该病毒有一定的免疫，加上疫苗在病毒出现的 4 个月后即成功研发[2]，因此影响和冲击有限。尼克松总统当时也并未采取隔离且并未要求各类场所的停工停产。然而，目前来看，距新冠疫苗的成功研发上市还有相当时间，而且此前各国发起的大规模封锁，对经济也造成了很大冲击，当下疫情在美国的复发也使得一部分州选择重新逆转复工进程。

■ 示威游行：效仿尼克松，特朗普也强调“法律和秩序”

1968 年 4 月非裔领袖马丁·路德·金遇刺，事件引发了全美超过 100 个主要城市游行示威，导致数十人死亡，数千人受伤。芝加哥、巴尔的摩以及华盛顿特区等城市由于情形严重，联邦政府介入，同时芝加哥动用了 1 万多名警察并实施宵禁。尼克松政府利用城市民众对于示威活动的担忧与恐慌，呼吁恢复“法律和秩序”（law and order），一定程度上赢得广泛支持、助其获得连任。

本次弗洛伊德事件与 1968 年有一定相似之处。应对措施上，特朗普也效仿并表示若游行示威不能得到遏制或将动用军队；特朗普宣布扩大“传奇行动”（operation legend），并向更多城市派遣联邦执法人员[4]。1968 年尼克松连任关键是他作为共和党候选人，甚至赢得了希望恢复“法律和秩序”的白人民主党选民的支持，从而获得了更高的支持率，但本次特朗普是否能够造成相同的民众效应还有待观察。

综上所述，不难发现，本次大选与 1968 年大选在外部环境上有诸多“形似”之处（甚至特朗普总统直接引用当前尼克松总统“law and order”的说法），因此观察并了解当时的环境特别是对大选的影响，有很一定借鉴意义。

[2] https://www.wsj.com/articles/forgotten-pandemic-offers-contrast-to-todays-coronavirus-lockdowns-11587720625
[3] https://www.cdc.gov/flu/pandemic-resources/1968-pandemic.html
[4] https://www.wsj.com/articles/federal-agents-headed-to-chicago-elsewhere-in-attempt-to-reduce-violent-crime-11595357926

宏观环境：高增长、高就业对现任总统更有利

整体来看，对于现任总统而言，经济增长、就业和金融市场表现对于现任总统能否得到足够多支持和连任都有重要意义。**虽然并非绝对，但这三者都不好的时候，通常也意味着更大的压力。**实际上，这也是为什么特朗普总统对于复工和市场表现更为积极的原因。通过观察历史上不同总统大选经济增长、就业和金融市场的情况，我们发现以下一般性的规律：

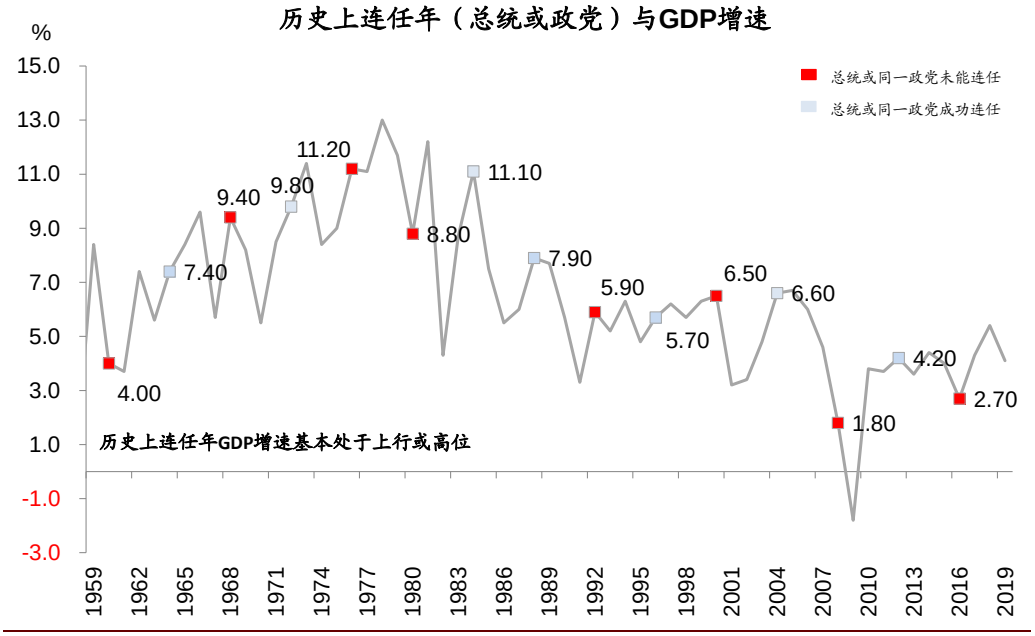
- **总统或同一政党连任时经济增速基本处于高位或上行状态。**根据历史数据可以发现，历史上总统或同一政党成功连任时的 GDP 增速基本处于上行状态或者处于高位，而总统或同一政党未能成功连任时 GDP 增速大多处于下行阶段（图表 23）。比如 1984 年里根和 2004 年小布什，他们赢得的大选时的 GDP 增速都较高。

- **失业率上升年份总统连任难度加大。**另外结合历史失业率来看，如果失业率处于连续上升年份，还未有成功连任案例（图表 24）。如果失业率上行，现任总统谋求连任均会面临压力，例如 1980 年里根和 1992 年克林顿击败现任总统成功当选时失业率都比较高。

  不过，本次失业率较高的原因与以往不同。新冠疫情导致美国的失业率激增，最高时一度接近 15%，但是本次极高的失业率主要是由突发的公共卫生危机导致，而以往的失业率波动具有一定的周期性，是由经济周期与政策调节内生驱动，因此本次的高失业率成因与以往不同，分析选情时需要考虑在内。

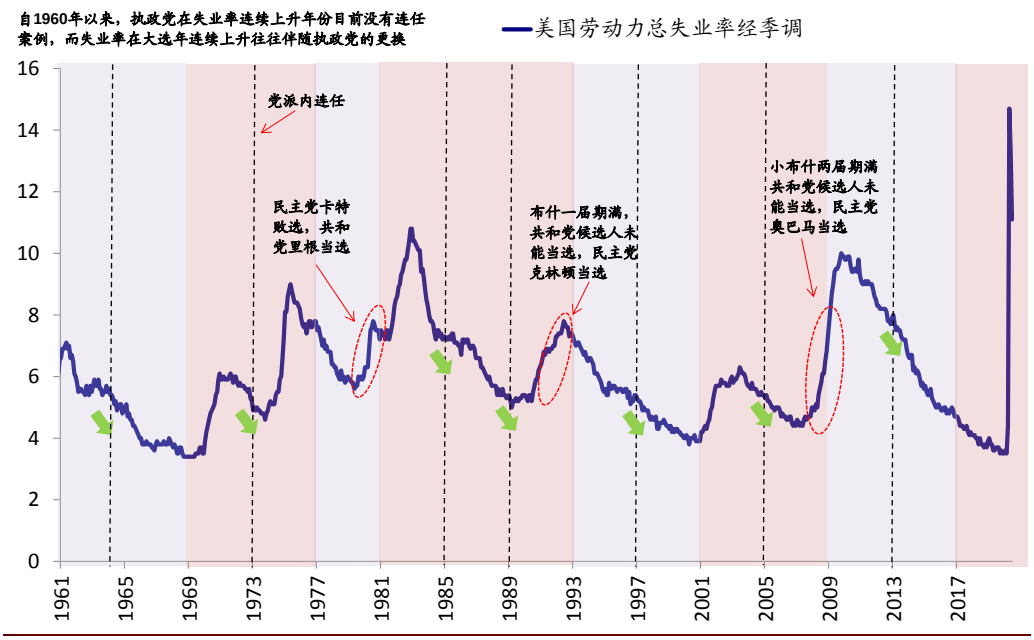
- **总统所属政党更换后美元指数通常有短暂走弱现象。**从上世纪 90 年代以来，当总统所属政党发生改变时，美元指数通常有一个短暂下降的时间（图表 25）。可能的原因是执政党改变增加了国内政策的不连贯性，新上任总统的施政方针尚未明确，美国政治的不确定性变大，美元作为避险资产的安全性边际上有所削弱，因此美元指数会有短暂地下降。

图表 23：历史上连任年（总统或政党）与 GDP 增速



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 24:历史上连任年（总统或政党）与失业率



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 25：美股市场、板块、美元与美国政治周期

vs. 标普500								
石油天然气	9.2%	81.1%	-98.4%	-31.2%	-68.0%	126.0%	-136.7%	-91.1%
化工	-17.2%	-23.3%	19.1%	-11.4%	-128.1%	49.1%	69.6%	-21.9%
基本原材料	1.8%	-30.5%	-33.6%	-27.9%	-177.5%	31.0%	-133.1%	-43.2%
建筑	24.8%	85.7%	-57.8%	-13.6%	-172.4%	109.1%	8.4%	-19.9%
资本品	-5.6%	31.9%	-15.0%	3.3%	38.5%	8.2%	32.1%	-8.6%
房地产	-46.4%	154.0%	260.4%	-44.8%	-115.6%	24.6%	-19.3%	-34.1%
公用事业	16.2%	-41.2%	-30.0%	-10.2%	-144.8%	23.4%	-103.1%	-20.9%
银行	-6.9%	-17.3%	55.6%	33.7%	2.1%	-30.9%	52.0%	-63.0%
保险	28.7%	14.7%	56.6%	44.7%	34.4%	0.6%	0.5%	-33.4%
金融服务	5.8%	-5.3%	90.6%	42.7%	140.8%	-21.1%	118.5%	-19.0%
汽车与零部件	33.7%	-57.6%	52.8%	-51.5%	-122.8%	-33.7%	175.8%	19.6%
零售	-20.5%	-59.1%	254.6%	84.6%	-36.6%	41.1%	47.0%	74.3%
旅游休闲	22.4%	29.1%	260.1%	64.9%	-50.0%	5.5%	134.3%	-45.0%
信息科技	-10.7%	-17.1%	-24.6%	-8.9%	544.7%	-21.0%	87.2%	88.1%
媒体	-28.7%	-12.9%	43.5%	-33.8%	41.3%	-16.5%	191.8%	-18.2%
食品饮料	-1.9%	-10.4%	228.0%	81.9%	-110.1%	62.3%	-14.1%	-44.5%
家庭日用品	-26.4%	-43.1%	64.4%	37.6%	-75.9%	67.8%	-81.3%	1.5%
医疗保健	-23.1%	-5.2%	120.3%	62.8%	-7.5%	29.8%	6.2%	14.4%
电信	15.7%	-46.5%	39.6%	4.0%	-64.5%	-19.3%	-87.2%	-40.8%

资料来源：Bloomberg，Datastream，中金公司研究部

历史经验：奥巴马与小布什竞选连任的宏观政策环境

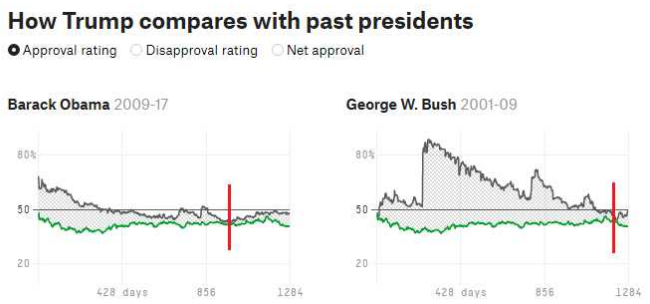
特朗普之前的两任总统奥巴马、小布什都成功竞选连任，在距离换届选举比较近的时候是否有一些共同点？通过与同一时期奥巴马、小布什连任前的表现可能对当前有一定借鉴意义。具体而言，

- **经济增长：不论是奥巴马还是小布什，连任前的支持率都有一个反转阶段，反转的背后有明显的经济因素支撑。**2011 年 3 季度（大选时间为 2012 年 11 月），奥巴马的支持率开始出现回升趋势（图表 26），这一阶段正是美国经济增速回升的时间，3 季度美国 GDP 增速从 0.95%的底部反弹，之后两个季度的增速分别达到 1.61%和 2.65%（图表 27）。2004 年 1 季度（2004 年 11 月），小布什的支持率开始止住颓势逐渐复苏，背后的原因还是强势的经济增长支撑，2004 年 1 季度美国经济同比增速高达 4.3%，增长势头强劲。

- **政策环境：奥巴马和小布什支持率反转时点的货币政策和财政政策比较积极。**首先，货币政策都比较宽松，联邦基金利率处于较低水平（图表 28）。其次，奥巴马和小布什连任前都实施了减税政策。奥巴马政府于 2012 年通过了《美国纳税人减税法案》，以此鼓励企业投资和增加就业，刺激国内消费。小布什政府于 2003 年出台了《就业与增长税收减免协调法案》，并对资本利得税下调最高税率。除此之外，奥巴马和小布什还提出了其他比较有吸引力的政策目标（图表 29、图表 30）。

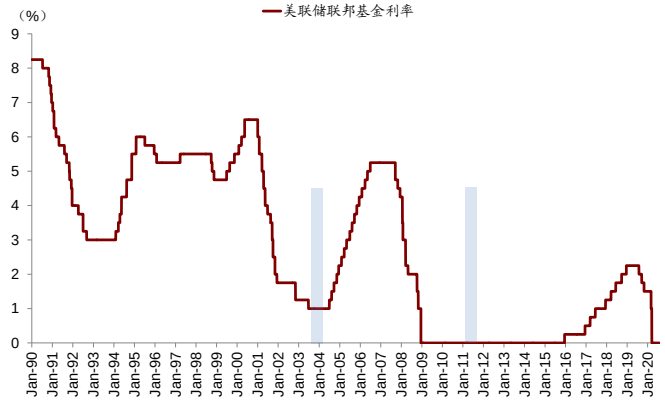
综合奥巴马和小布什连任成功经验，不难看出，疫情以来美联储和美国已经推出前所未有的大规模货币宽松与财政刺激（图表 31、图表 32）。往前看，货币政策依然维持宽松、而第二轮财政刺激也有可能推出，**因此疫情有效控制下复工进展的推进对于未来三个月的选情更为重要。**反之，如果疫情彻底失控，那么不管是整体经济还是大选选情都将面临较大压力。

图表 26：特朗普与奥巴马、小布什同时期支持率情况



图表 27：支持率反转时刻的经济增速

图表 28:支持率反转时刻的联邦基金利率



图表 29:奥巴马连任大选前的政策目标

	奥巴马大选前宣布的政策目标
税收	承诺提高对富人的征税力度；针对低收入人群，继续实施税收减免，关注社会平等，调节收入分配。
医疗	继续支持和落实奥巴马医保改革法案，争取向全社会提供公平、负担得起的医疗服务。
财政	建议冻结未来5年部分国内政府支出，削减政府开支，减少政府赤字。
军事	计划从阿富汗逐渐撤军；确保核武器安全，要求伊朗履行其义务。
基础建设	未来25年内，使80%的美国人能拥有高速铁路；未来五年内，使业界向98%的美国人提供下一代高速无线网络连接成为可能。
能源	继续投资新能源技术，提议争取在2035年之前使美国85%的电力供应量来自清洁能源。
国际	促进国际贸易，增加就业，确定了到2014年将出口额翻一番的目标；与中国、印度签署贸易协议，预计为美国增加25万个就业岗位。

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

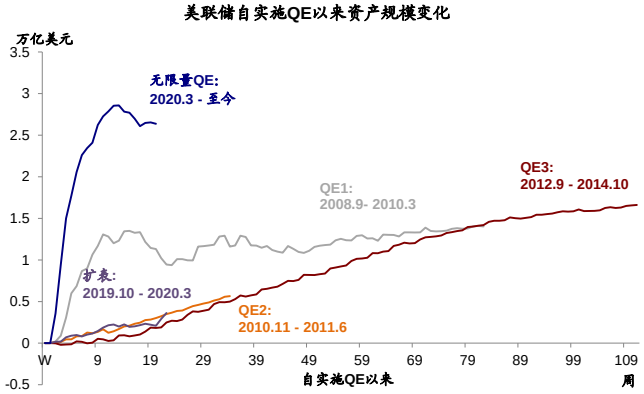
资料来源：2011 年奥巴马国会发表的国情咨文，中金公司研究部

图表 30：小布什连任大选前的政策目标

	小布什大选前宣布的政策目标
军事	美军可能向伊拉克增兵，增强当地军事力量，消灭反美武装；持续阿富汗战争。
税收	提议将2004年和2006年设定的所有所得税减免措施永久生效。
财政	2004年10月公布的最新财政赤字高达4130亿美元，承诺下一个任期将财政赤字削减一半。
医疗	建议建立新的医疗制度，使得所有美国人能够拥有良好的保险政策，老年人和低收入人都可以得到所需的帮助。
社会	反对同性恋结婚，赞同制定宪法修正案。
能源	继续增加石油战略储备，与世界主要石油输出国保持密切接触，并开发清洁能源、提升能源效率。
国际	提出《艾滋病紧急救援计划》，帮助非洲人民防止700万新的艾滋病感染；支持国际原子能机构，控制世界各地的核材料。

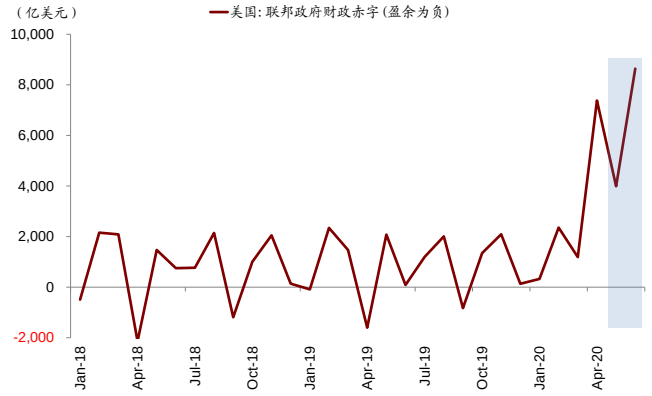
资料来源：2003 年小布什国会发表的国情咨文，中金公司研究部

图表 31：美联储资产规模迅速上升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 32：疫情之后财政赤字大幅增加



资料来源：Wind，中金公司研究部

如何观测：民调并非不靠谱，但摇摆州更重要

民调：不考虑样本偏差，民调更多反应普选支持率

一般意义上，民调依然是我们观察大选选情、甚至影响大选最主要的依据和现有选择下的“最优”选项。然而，样本偏差、特别是 2016 年民调与最终结果的巨大差异使得对民调的质疑愈发增多。那么民调究竟靠不靠谱？

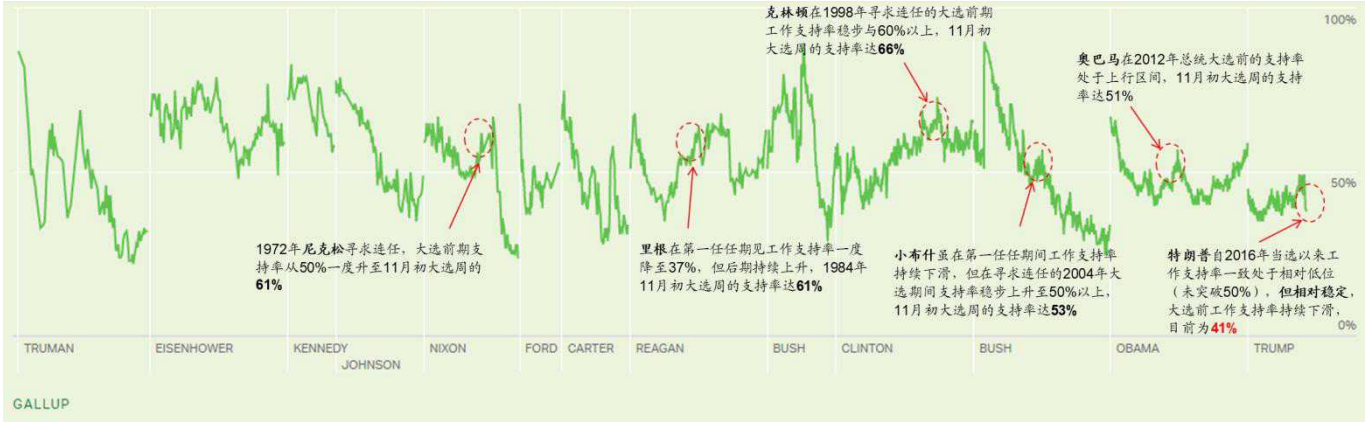
我们认为，**民调对普选支持率的反映还是很靠谱的，但对于基于选举人机制的大选结果预测会有偏差，但这并非民调自身的问题。解决这一问题的方法是更多以州为单位观测，特别是摇摆州。**

- **民调依然是观测大选选情的有效手段；其偏差主要来自调查样本和选举人制度。**1）首先，由于样本偏差、统计方法、以及被调查人是否真实回答等等诸多因素影响，民调的确存在一定的误差甚至“错误”，有些选民即便不认同某个候选人政策主张，但受舆论环境压力，可能不会表达真实立场，所谓的沉默的大多数。2）其次，美国特有的选举人制度使得基于普选样本的民调不能完全反映大选结果。即便排除统计问题，民调结果也不能完全反应大选的结果，其差异便在于我们前文中提到的选举人制度，但这并非民调自身的问题。

- **更为精准的观测方法是以州为观测单位、特别是摇摆州。这样既可以反映基于普遍结果的州内选举人票归属，又可以避免跨州加总带来的偏差。**摇摆州的选情对于最终大选结果影响很大，2016 年大选时特朗普的支持率也曾一度落后希拉里十个百分点以上，在当年 8 月份距离大选仅有 3 个月时仍落后希拉里 7 个百分点，但最终凭借拿下佛罗里达、俄亥俄、威斯康星等几个关键州赢得大选，大出意料。

  目前特朗普民调落后拜登 7.8 个百分点，工作支持率降至 41%；在佛罗里达、俄亥俄这两个重要摇摆州的支持率分别落后拜登 6.2 和 1.5 个百分点（图表 33）。**因此，不论是整体民调还是观察摇摆州都面临一定压力。**

图表 33：特朗普当前的工作支持率（Job Approval Rate）已降至 41%



资料来源：Gallup，中金公司研究部

摇摆州：摇摆州选情起决定性作用

历史经验显示，摇摆州选择与最终大选结果一致，说明摇摆州的重要性。如上所述，美国选举制度为以州为单位赢者通吃，因此在支持率稳固的州获得再多的普选支持也不会增加其既有的选举人票。但摇摆州是决定大选结果的关键，从历史上看，传统的摇摆州有佛罗里达、俄亥俄、爱荷华、北卡罗来纳（过去五届大选选举状态变化至少两次）等，摇摆州的支持往往成为关键胜负手（图表 34）。

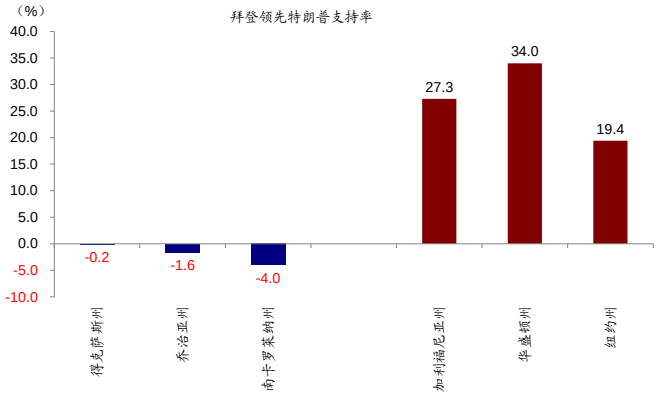
当前摇摆州形势对特朗普更为不利。根据最新民调，目前选情比较接近的摇摆州有佛罗里达、宾夕法尼亚、俄亥俄、密歇根等，还包括得克萨斯、乔治亚等传统共和党支持州（图表 36）。**上述摇摆州基本都是拜登领先。**由于这几个州的新增确诊病例数量普遍较高且少数族裔占比普遍较高，因此从复工进展和少数族裔支持上都会增加特朗普的压力。

图表 34：美国历史上的摇摆州投票选择

年份	2016	2012	2008	2004	2000
佛罗里达州	共和党	民主党	民主党	共和党	共和党
俄亥俄州	共和党	民主党	民主党	共和党	共和党
爱荷华州	共和党	民主党	民主党	共和党	民主党
北卡罗莱纳州	共和党	共和党	民主党	共和党	共和党
威斯康星州	共和党	民主党	民主党	民主党	民主党
宾夕法尼亚州	共和党	民主党	民主党	民主党	民主党
密歇根州	共和党	民主党	民主党	民主党	民主党
最终获胜政党	共和党	民主党	民主党	共和党	共和党

资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部

图表 35：共和党和民主党传统票仓的当前选情



资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部

图表 36:当前美国选情接近州的民调支持率、疫情与复工进展

	拜登支持率（%）	特朗普支持率（%）	拜登领先差值（%）	新增确诊（7天移动平均）	复工情况	少数族裔占比（%）	选票数量（张）
得克萨斯州	45.2	45.4	-0.2	8,122	**部分逆转**	51.6	38
佛罗里达州	50	43.8	6.2	9,724	**部分逆转**	41.6	29
宾夕法尼亚州	49.4	43.4	6	943	已经复工	18.4	20
俄亥俄州	46.5	45	1.5	1,344	正在复工	16.5	18
密歇根州	49.3	41.5	7.8	786	**部分逆转**	19	16
乔治亚洲	47.2	45.6	1.6	3,562	正在复工	40.8	16
北卡罗莱纳州	49.5	45	4.5	1,796	暂停复工	31	15
亚利桑那州	48.7	45	3.7	2,529	**部分逆转**	36	11
密苏里州	43.3	49.7	-6.4	1,568	已经复工	15.9	10
威斯康星州	48	43	5	860	已经复工	13.3	10
内华达州	48.3	44.3	4	1,029	**部分逆转**	38.1	6
爱荷华州	44.5	46	-1.5	471	已经复工	10	6
新罕布什尔州	51	41.7	9.3	24	已经复工	5.3	4

资料来源：RealClearPolitics，中金公司研究部

不仅如此，**相比民主党票仓，共和党传统票仓也不稳固。**自 1996 年以来，一直支持共和党的三个最重要的州为**得克萨斯州、乔治亚和南卡罗莱纳等**；而一直支持民主党的三个最重要的州为**加利福尼亚、纽约和伊利诺伊**，这些州是两党最重要的票仓。但目前民调数据显示，共和党的传统支持州特朗普和拜登的选情十分接近，民主党的传统支持州拜登则依然大幅领先（图表 35）。

以传统的红州得克萨斯和摇摆州佛罗里达为例：

- **得克萨斯，传统红州格局受人口结构变化挑战。**自 1980 年大选以来，拥有 38 张选举人团票数的得克萨斯一直被定义为传统意义上的红州。由 RealClearPolitics 统计数据显示，在近 5 次大选期间，共和党在得克萨斯州的支持率分别为 59.3%、61.1%、55.5%、57.2%、52.2%，所以相对其他深红或深蓝州，共和党在得克萨斯支持并也没有达到可以高枕无忧的“绝对优势”，而近些年其人口结构变迁可能会加速这一变化。

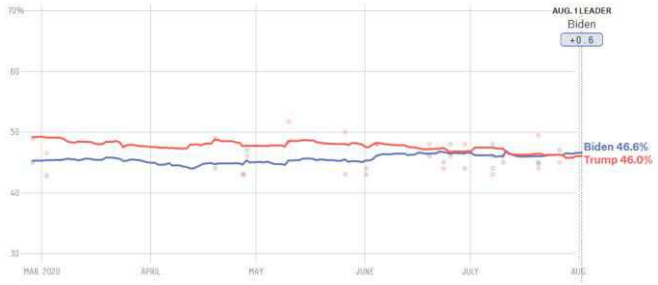
  根据 USAFACTs 统计的人口数据，得克萨斯白人目前占比为 41.5%，而 2019 年每新增一个当地白人

居民就会伴随增加 9 个拉丁裔居民。这一人口结构的变化导致了目前得克萨斯拉丁裔居民的占比远远超过国家各州平均水平（39.6% vs. 18.3%，图表 38）。伴随近期美国弗洛伊德事件引发全国因少数族裔受到不公平待遇的人权抗议及骚乱，得克萨斯是否在本次大选中依然“维持红色”值得后续重点关注。截止 8 月 1 日，拜登在该州的支持与已反超特朗普（特朗普 46.0% vs. 拜登 46.6%，图表 37）。

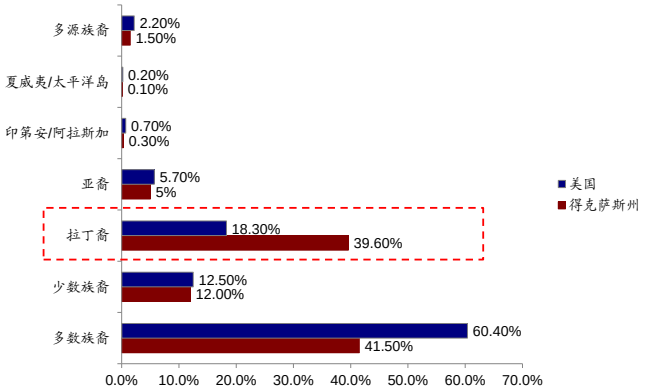
- **佛罗里达，典型的摇摆大州**。佛罗里达州拥有 29 张选票。但自 1992 年至 2016 年的 7 次大选中，佛罗里达 3 次蓝州，4 次红州，可谓是典型的摇摆州（图表 40）。本次疫情期间，佛罗里达的情况尤为严重，因此特朗普对疫情的防控或将成为当地选民衡量其执政能力的关键标准。

FiveThirtyEight 统计的数据显示，截止 8 月 1 日，拜登在佛罗里达的民调支持率为 49.8%，特朗普为 43.9%（图表 39）。当地的民调网站（Cook Political Report）于近期已将佛罗里达的状态由摇摆（toss up）转为倾向于拜登（leans Biden）[5]，后续特朗普在该州的进一步举措值得后续关注。

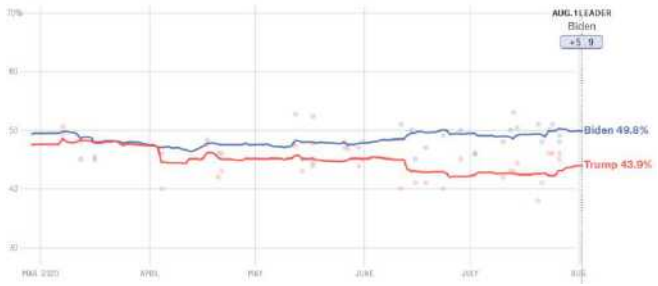
图表 37：特朗普和拜登在得克萨斯的民调 7 月末曾一度持平，近期仍较为胶着（截止 2020 年 8 月 1 日）



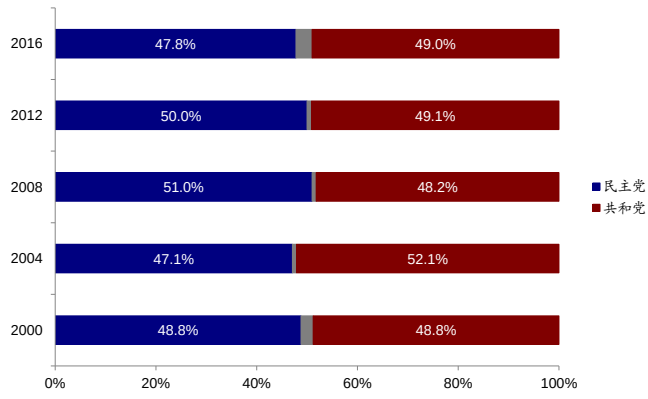
图表 38：得克萨斯拉丁族裔的占比远超全国水平



图表 39：拜登目前在佛罗里达的民调已超过特朗普（截止 2020 年 8 月 1 日）



图表 40：佛罗里达在过去几届大选的民调上较为摇摆



资料来源：FiveThirtyEight，中金公司研究部

资料来源：270toWin，中金公司研究部

[5] https://cookpolitical.com/sites/default/files/2020-07/EC%20Ratings.072320.2.pdf?

政策差异：大选结果将如何影响美国与市场？

美国总统大选的重要性在于，不论谁当选，都将会对未来四年美国乃至全球的政策走向产生重大影响，2016 年特朗普赢得总统大选以来近四年的时间就是一个再好不过的证明，不论是对内的税改、还是对外的贸易摩擦和美国优先，都对世界格局产生了重大影响。因此，有必要了解特朗普和拜登在政策主张上的差异与潜在影响。**主要在基建、税收、医疗、贸易以及美国制造等五个方面**。

i. **基建：拜登支持大规模基建投资（与特朗普一致）。**特朗普政府近期正在准备一项规模近 1 万亿美元的基础设施建设提案，以帮助美国经济从新冠疫情中修复[6]。根据该计划，大部分资金将被指定用于道路和桥梁的基础设施建设，而其余资金将专门用于 5G 网络和农村宽带的建设。特朗普在任职期间就发展基建提出了诸多提议，并在去年与民主党人原则上达成了一项 2 万亿美元的基建计划[7]。

与特朗普类似，拜登同样提出了一项为期 10 年、总计 1.3 万亿美元的基础设施建设计划，用来维修美国日益老化的公路、桥梁、发展高铁网络和投资于其他重大项目的建设。拜登在基础实施建设上投资是为了实现三个目标：1）创造就业机会，扩大中产阶级规模；2）通过建立更为环保的基础设施来应对气候变化和环境问题；3）改善各个社区的生活环境和生活质量[8]。**如果大选后，当选总统得到国会支持可以推出大规模基建计划的话，对于美国股市、美债利率和甚至美元都带来提振**。

ii. **税改：拜登倾向于加税。**税改作为特朗普执政以来一系列财政政策的核心，也是本次大选需要持续关注的问题之一。特朗普政府于 2017 年末签署了 1.5 万以美元的税改法案，在其减税方案中，公司所得税的税率从原来的 15%-35%的累进税率直接调整为 21%的单一税率，最高税率降幅接近一半，进而推动企业盈利大幅改善。

与特朗普不同，民主党候选人拜登倾向于提高税率。如若当选，拜登提议将个人所得税的最高税率从 37%提升至 39.6%，同时将美国联邦企业所得税率从 21%提升至 28%。尽管拜登的税收计划会给联邦政府带来更高的税务收入，但税率的提升必将影响企业的利润和股市的整体表现。**因此，对美股盈利将带来不利影响。**

iii. **医保：拜登更加支持此前奥巴马政府的全民医保。**医保改革一直是特朗普在 2016 年竞选的承诺之一。执政期间，特朗普也多次尝试撤销或修改奥巴马医改计划。2017 年 10 月，特朗普签署了取消医改方案中对低收入者的保费补偿措施的行政令。今年 2 月提出的 2021 年财政预算提案中，特朗普提议在未来 10 年内大幅削减医保支出。与此同时，针对此前处于搁置状态的药品定价问题，7 月下旬特朗普签署了四项行政命令，旨在大幅降低美国处方药价格，使美国药品价格降至国外标准[9]。

作为奥巴马医改计划的支持者，拜登表示将会推进奥巴马医改的进展，他将以《平价医疗法案》（Affordable Care Act）为基础，为超过 97%的美国民众提供保险，同时降低投保人费用。关于药品定价，拜登也同样支持美国处方药的合理定价，并提倡加大对非专利药品的支持。**拜登医保和打压处方药价格将对医药板块相对不利**。

iv. **贸易摩擦：拜登倾向通过更多依靠国内供给减少进口、以及结盟而非单边关税方式解决贸易逆差。**贸易摩擦的持续升级是过去两年美国与中国和其他主要国家关系的主旋律。特朗普在解决贸易逆差时更多奉行单边关税政策。虽然中美已于今年 1 月签署了第一阶段经贸协议，但短期来看，特朗普表示第二阶段贸易协议并非当前的优先事项[10]。

[6] https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-16/trump-team-weighs-1-trillion-for-infrastructure-to-spur-economy
[7] https://www.cnbc.com/2019/04/30/schumer-trump-democrats-agreed-2-trillion-needed-for-infrastructure.html
[8] https://joebiden.com/infrastructure/
[9] https://www.wsj.com/articles/trump-plans-to-sign-executive-orders-aimed-at-reducing-drug-prices-11595623107
[10] https://www.cnbc.com/2020/07/10/trump-says-us-china-relationship-damaged-phase-2-trade-deal-not-a-priority.html

与特朗普不同的是，拜登承诺在签订任何新的贸易协定前，首先通过加大国内投资创新和扩大中产阶级规模来帮助美国提高在全球经济中的地位。中美贸易关系方面，拜登表示在知识产权和技术转让上，最好的应对方法**是与盟友联盟而非通过单边关税解决。因此，拜登如果当选可能在短期内使得较为紧张的关系出现缓解，利好风险资产并压制美元，但长期来看中美贸易关系可能也难以出现系统性改善。**

v. **制造业回流：拜登和特朗普均支持“美国制造”。**拜登倡议增强美国工业和技术实力，并确保未来实现“made in all of America by all of America’s workers”[11]。

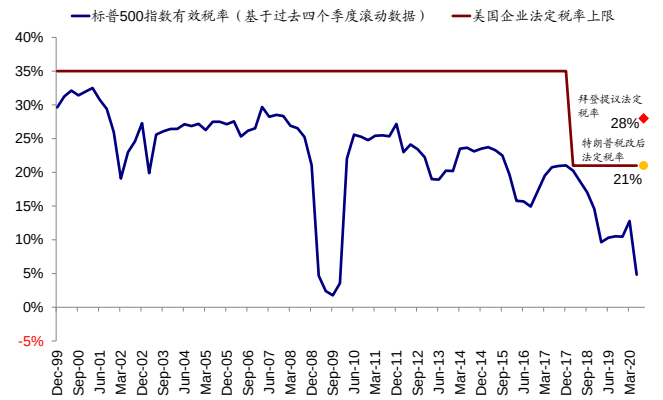
图表 41：拜登与特朗普未来政策对比

	特朗普		拜登		潜在影响
	观点	详情	观点	详情	
基础建设	支持	特朗普政府正在准备一项**规模近1万亿美元的基础设施提案**，其中主要针对道路、桥梁、隧道、5G设备以及农村宽带的建设。	支持	民主党发布了一项**为期10年、总计1.3万亿美元的基础设施计划**。 拜登计划降低美国温室气体排放，并通过创造就业机会来扩大中产阶级规模。支出包括： 4000亿美元将用于清洁能源研究和创新； 1000亿美元用于学校的现代化； 500亿美元用于就任期间第一年的道路、桥梁和高速公路的维修、200亿美元用于农村宽带建设； 100亿美元用于为公共交通不便的高贫困地区提供公交项目的建设。	对美股、美债利率和甚至美元相对积极
税收	维持低税率	**特朗普政府选择维持当前税改政策**： 今年2月的2021年财政预算提案中，特朗普政府表示此前通过的税改法案或将在2025年到期后继续延长，税改2.0推进的具体情况或将成为本次特朗普竞选的重点考虑问题。	计划提高税率	**拜登倾向于全方位的税率提升**，其中： 将个人所得税的最高税率从37%提高到39.6%； 将美国联邦企业所得税率从21%提高到28%； 将对年收入超过40万美元的人群征收社会保障税； 对年收入超过100万美元的人群按照常规税率征收资本收益和股息； 对大公司的账面收入征收最低15%的税； 美国公司依靠国外子公司赚取的利润税率将提高一倍至21%。	不利于美股盈利
医疗	反对全民医保	特朗普任职期间一再尝试废除“奥巴马医改计划”，同时，在2021年财政预算提案中，**特朗普政府提议在未来10年内大幅削减医疗保健支出**，尤其是对医疗补助（Medicaid）（9000亿美元）和医疗保险（Medicare）（4500亿美元）的削减； 特朗普政府同时要求卫生和公共服务部门拔款945亿美元（比2020年指定的水平减少约10%）； **特朗普总统于7月25日宣布将签署四项行政命令，旨在降低美国处方药价格**	支持全民医保	1. **将根据“平价医疗法案”制定一项计划，为大约97%的美国民众提供保险**；同时确保所有家庭或个人用于支付医疗保险的费用不超过其总收入的8.5%； 2.将降低已投保人的健康保险和医疗费用，降低医疗保险的成本和减少医保系统内的复杂性； 3.**合理定价处方药；允许消费者购买国外处方药以刺激国内竞争**；终止药品商在商业广告上的税务减额；加大对非专利药物的支持； 4.确保在享受医疗保健的美国民众不会因性别、种族或地区而遭受歧视	不利于医药板块
贸易	通过单边关税解决贸易逆差	与中国的贸易战一直是特朗普政府任期以来贸易政策的核心，同时特朗普一再承诺在与其他国家的所有贸易往来上要将“美国放在首位”（America first），并对那些与美国存在贸易逆差的国家处以一定程度的惩罚。	通过与国内供给以及结盟解决贸易逆差	如果当选，拜登承诺**在签订新的贸易协定前应计划通过首先在国内投资创新和中产阶级**来帮助美国在全球经济中保持领先地位。拜登同时表示**在知识产权和技术转让方面与中国对抗的最好方式是与盟友加深结盟**，而不是通过单边关税。	短期利好风险资产并压制美元
美国制造	支持本土制造	2017-2018年以税改为主的政策促进了制造业的加速回流，但2019年开始与中国的贸易摩擦并未将低端制造业成功带回美国，作为2016年竞选中的“十大竞选承诺”之一，制造业回流也或将成为特朗普政府竞选的竞选标签之一。	支持本土制造	**使“购买美国货”（buy American）成为现实**，4000亿美元采购投资，叠加清洁能源和基础设施计划，将推动对美国产品、材料、服务需求； **“使其在美国”（make it in America），**通过特定的激励措施、额外资源以及新的融资工具，对美国制造商尤其是小型制造商和相对弱势群里的制造商进行改造和振兴； **“创新在美国”（innovation in America），**在R&D和包括5G在内的突破性技术上进行新的3000亿美元的投资； **“投资于整个美国”（invest in all of America），**确保投资到达全美，充分利用人才和投资于所有社区和工人的潜力； **“为美国站起来”（stand up for America），**确保美国的制造商和工人获得公平的竞争和市场份额； **“供应美国”（supply America），**将重要的供应链重新带回美国，以避免在危机中依靠中国或其他国家来生产关键产品；	支持美国制造业投资

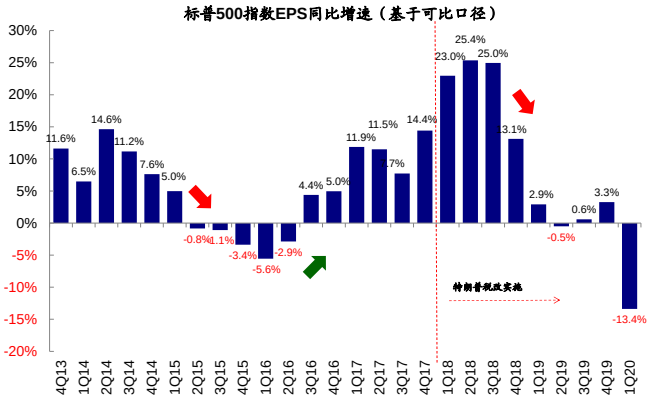
资料来源：特朗普及拜登 2020 年竞选官网，中金公司研究部

[11] https://joebiden.com/madeinamerica/

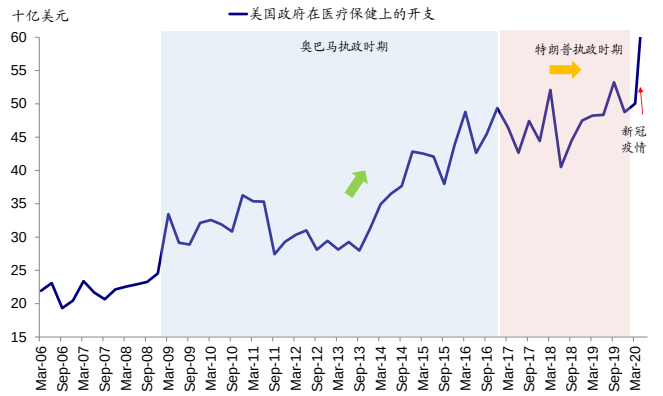
图表 42：拜登主张将目前企业税率由 21%提高至 28%



图表 43：2018 年特朗普减税政策实施的前期有效提振了企业盈利增长

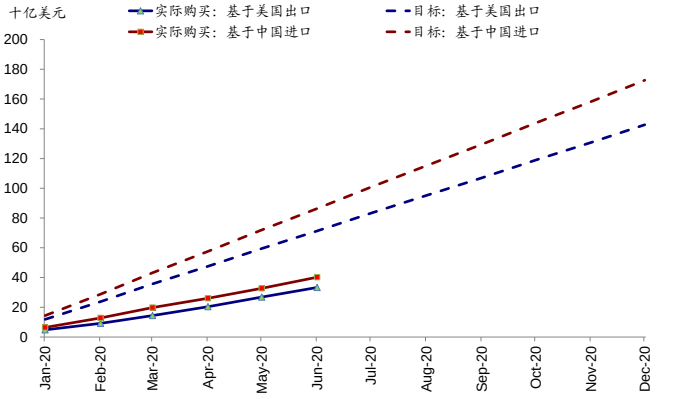


图表 44：奥巴马执政期间，美国政府在医疗保健上的开支显著抬升，但自特朗普执政着力于削减医保开支



资料来源：Bloomberg，Factset，中金公司研究部

图表 45：中美第一阶段贸易协议的执行进展



资料来源：Bloomberg，CEIC，PIIE，中金公司研究部

市场影响：10 月偏弱；连任年份更好；货币政策趋缓

我们梳理了 60 年代以来 15 次大选年的美股市场和政策变化的历史经验，得出以下结论：

美股市场：年度无明显差异，但 10 月偏弱；连任年份更好、风险资产跑赢

#1、年度表现无显著差异；月度维度上，大选年“冲刺期”的表现弱于正常年份

- **从年度表现看，大选年美股市场表现与正常年份无显著差异。**1960~2016 年间 15 轮总统大选中，不包括 2008 年金融危机的极端情形，标普 500 指数年度平均表现为 10.9%，甚至还略高于这一时期所有年份 8.8%的平均表现，但整体看并不存在显著差异，因此不能单纯用大选这一因素作为全年表现的主要依据（图表 46）

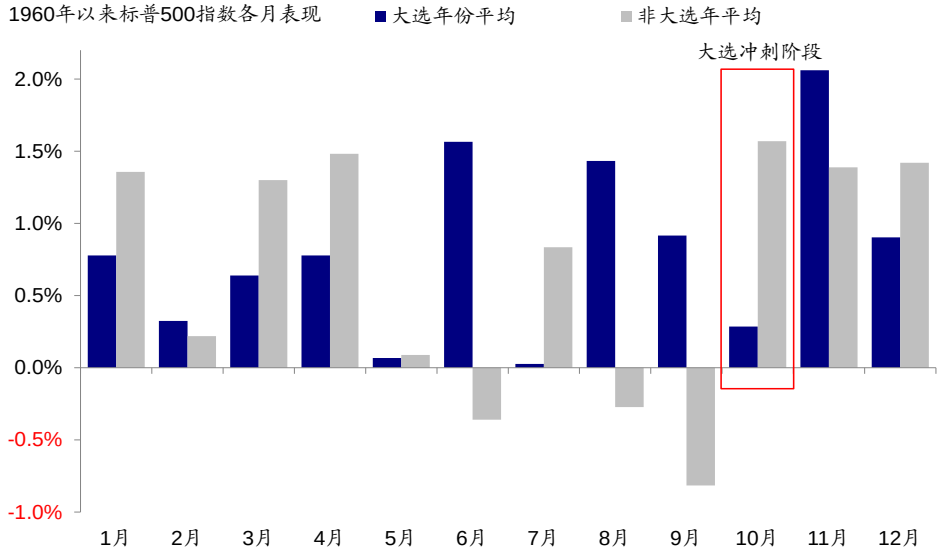
- **相比之下，大选年的影响在月度维度更为明显，大选冲刺阶段的表现往往弱于非大选年**，这与上文中提到的政策不确定性和波动上升的特征一致。大选年期间，2~9 月（月度平均表现 0.7%）和冲刺期（10 月，月度平均表现 0.3%）的市场表现均明显低于大选结束后（11~1 月，月度平均表现 1.7%）。特别是大选冲刺阶段的 10 月份，不仅绝对表现上明显弱于正常年份（0.3% vs. 1.3%），趋势上也是向下的，与正常年份四季度（10~12 月）往往较强的季节性规律正好相反，直到大选结束后的 11 月份才有所改善（图表 47）。

图表 46：从年度表现来看，大选年的美股市场表现与正常年份差异不大

	胜选总统及国会所属党派			标普500表现			
选举年	总统	参议院	众议院	2~9月平均	10月	11~1月平均	全年
1960	民主党	民主党	民主党	-0.5%	-0.2%	5.3%	11.4%
1964	民主党	民主党	民主党	1.2%	0.8%	1.1%	14.2%
1968	共和党	民主党	民主党	1.3%	0.7%	-0.4%	10.4%
1972	共和党	民主党	民主党	0.8%	0.9%	1.6%	11.2%
1976	民主党	民主党	民主党	0.5%	-2.2%	-0.3%	1.1%
1980	共和党	共和党	民主党	1.1%	1.6%	0.9%	12.5%
1984	共和党	共和党	民主党	0.2%	-0.0%	2.5%	10.1%
1988	共和党	民主党	民主党	0.7%	2.6%	2.0%	14.8%
1992	民主党	民主党	民主党	0.2%	0.2%	1.6%	6.6%
1996	民主党	共和党	共和党	1.1%	2.6%	4.0%	24.4%
2000	共和党	民主党	共和党	0.7%	-0.5%	-0.6%	1.0%
2004	共和党	共和党	共和党	-0.2%	1.4%	1.2%	3.6%
2008	民主党	民主党	民主党	-1.7%	-16.9%	-4.5%	-39.1%
2012	民主党	民主党	共和党	1.2%	-2.0%	2.1%	14.4%
2016	共和党	共和党	共和党	1.5%	-1.9%	2.4%	17.6%
大选年均值（剔除2008年）				**0.7%**	**0.3%**	**1.7%**	**10.9%**
- 民主党				**0.6%**	**-0.1%**	**2.3%**	**12.0%**
- 共和党				**0.8%**	**0.6%**	**1.2%**	**10.1%**
全部年份均值（剔除2008年）				**0.4%**	**1.3%**	**1.0%**	**8.8%**

资料来源：Bloomberg，Datastream，中金公司研究部

图表 47：标普 500 指数大选年月度表现 vs. 1960 年以来平均月度表现



资料来源：Bloomberg，Datastream，中金公司研究部

#2、不同政党差异不大；但连任或同一政党连任年份表现更好

- **首先，对比不同政党之间的差异**，我们统计的 15 次总统选举中，民主党和共和党分别获胜 7 次和 8 次。民主党获胜年份，标普 500 指数年度表现均值为 12%，共和党获胜年份平均年度表现为 10.1%，也没有构成典型差异（图表 46）。

- **其次，从现任总统能否连任或是否同一政党是否连续角度**，共有 7 次时任总统成功连任或同一政党继续，分别为 1964（时任总统约翰逊）、1972（尼克松）、1984（里根）、1988（里根）、1996（克林顿）、2004（小布什）和 2012（奥巴马），年度平均表现为 13%；未能连任或者政党不连续的有 8 次，分别为 1968（约翰逊）、1976（福特）、1980（卡特）、1992（布什）、2000（克林顿）、2016（奥巴马），年度平均表现为 7.7%，低于成功连任或者政党延续的年份。一个可能的解释是，现任总统连任或同一政党连续，在政策具有更多连贯性，因此降低了不确定性（图表 48）。

图表 48：标普 500 指数大选年月度表现 vs. 1960 年以来平均月度表现

大选年	总统政党	时任总统	届满？	政党连续？	总统连任？	总统连任或同一政党？	标普500表现
1960	共和党	德怀特·D·艾森豪威尔	1	0	0	✗	-3.0%
1964	民主党	林登·B·约翰逊	0	1	1	✓	13.0%
1968	民主党	林登·B·约翰逊	1	0	0	✗	7.7%
1972	共和党	理查德·尼克松	0	1	0	✓	15.6%
1976	共和党	杰拉尔德·福特	0	0	0	✗	19.1%
1980	民主党	吉米·卡特	0	0	0	✗	25.8%
1984	共和党	罗纳德·里根	0	1	1	✓	1.4%
1988	共和党	罗纳德·里根	1	1	0	✓	12.4%
1992	共和党	乔治·H·W·布什	0	0	0	✗	4.5%
1996	民主党	比尔·克林顿	0	1	1	✓	20.3%
2000	民主党	比尔·克林顿	1	0	0	✗	-10.1%
2004	共和党	乔治·W·布什	0	1	1	✓	9.0%
2008	共和党	乔治·W·布什	1	0	0	✗	-38.5%
2012	民主党	贝拉克·奥巴马	0	1	1	✓	13.4%
2016	民主党	贝拉克·奥巴马	1	0	0	✗	9.5%
中位数（剔除2008年样本）							
成功连任							**13.0%**
未成功连任							**7.7%**

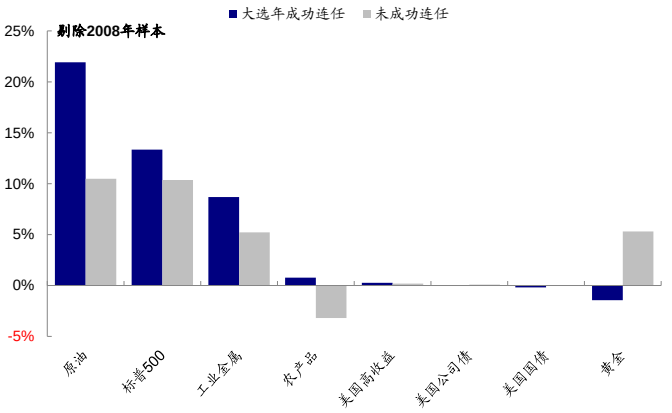
资料来源：Bloomberg，Datastream，中金公司研究部

从不同资产间的表现差异也可以看出其影响。成功连任或者统一政党连续年份，风险资产如原油、美股、工业金属表现明显好于非连任年份；相反，黄金、国债等避险资产在非连任年份表现更好（图表 20）。

#3、板块层面，大选年金融周期相对好于非大选年

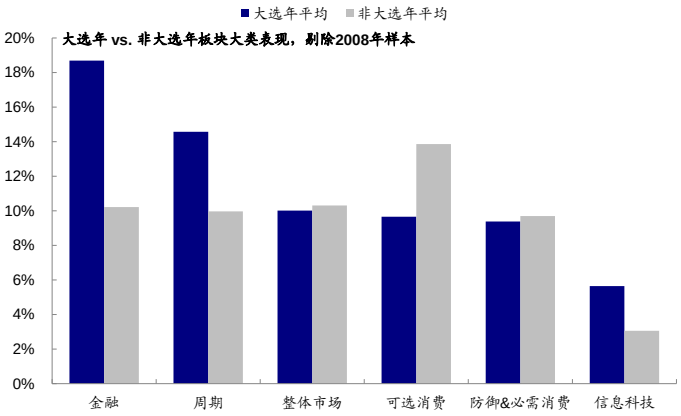
分板块来看，大选年期间的，**金融（银行、房地产、金融服务）**和**周期（原材料、建筑）**平均来看表现要明显好于非大选年，科技股也是如此。相反，可选消费择时在非大选年期间表现更好，而防御和必需消费品板块表现在大选和非大选年则差异不大。

图表 49：成功连任的大选年汇总，原油、美股、工业金属等风险资产跑赢未成功连任的大选年；黄金跑输未成功连任的大选年，债券表现差异不大



资料来源：Bloomberg，Factset，中金公司研究部

图表 50：大选年金融、周期和科技板块表现好于非大选年



资料来源：Bloomberg，CEIC，中金公司研究部

图表 51：美股板块表现：大选年 vs. 非大选年

	大选年市场表现														
板块	1976年	1980年	1984年	1988年	1992年	1996年	2000年	2004年	2008年	2012年	2016年	民主党获胜	共和党获胜	大选平均	非大选平均
整体市场	**17.5%**	**21.7%**	**1.5%**	**11.4%**	**6.7%**	**21.3%**	**-12.5%**	**9.7%**	**-38.6%**	**13.4%**	**9.5%**	**14.7%**	**6.9%**	**10.0%**	**10.3%**
周期	***18.7%***	***36.0%***	***-4.6%***	***11.6%***	***10.4%***	***19.9%***	***0.8%***	***19.3%***	***-45.3%***	***12.7%***	***18.1%***	***15.4%***	***13.5%***	***14.6%***	***10.0%***
石油天然气	27.3%	59.2%	0.8%	16.0%	-0.5%	23.1%	15.5%	27.2%	-37.0%	2.2%	20.9%	13.0%	23.3%	19.2%	6.0%
化工	5.6%	12.6%	-10.7%	3.2%	8.3%	22.2%	-8.5%	13.7%	-45.4%	19.8%	8.5%	14.0%	3.1%	7.5%	11.9%
原材料	32.7%	11.9%	-13.4%	5.2%	13.4%	6.2%	-18.8%	6.3%	-60.3%	-4.5%	42.4%	12.0%	5.6%	8.1%	7.8%
建筑	28.0%	56.0%	-9.6%	27.5%	19.2%	3.3%	-3.9%	28.2%	-45.1%	30.7%	19.5%	20.3%	19.6%	19.9%	10.0%
房地产	-6.9%	42.2%	9.0%	9.1%	12.4%	37.7%	20.5%	25.4%	-43.5%	14.2%	1.1%	14.4%	17.9%	18.2%	13.5%
资本品	25.7%	34.1%	-3.8%	8.9%	9.4%	27.0%	0.2%	15.0%	-40.7%	13.6%	15.9%	18.9%	11.7%	14.6%	10.5%
防御&必需消费	***11.9%***	***3.4%***	***10.2%***	***13.0%***	***3.5%***	***13.4%***	***9.3%***	***12.1%***	***-28.3%***	***9.2%***	***7.8%***	***9.5%***	***9.3%***	***9.4%***	***9.7%***
食品饮料	6.1%	7.8%	13.7%	15.3%	3.5%	22.6%	19.0%	4.1%	-23.0%	7.7%	4.5%	10.0%	10.7%	10.4%	11.9%
家庭日用	10.0%	0.6%	2.4%	13.1%	5.6%	25.3%	-7.6%	15.0%	-26.7%	9.6%	2.1%	12.6%	4.3%	7.6%	11.2%
医疗保健	1.8%	15.4%	5.8%	13.0%	-5.7%	20.9%	22.7%	4.7%	-23.0%	16.5%	-3.9%	8.4%	9.6%	9.1%	13.0%
电信	25.1%	-7.6%	17.7%	14.9%	12.3%	-2.3%	-42.3%	16.1%	-35.9%	14.8%	22.3%	12.5%	3.5%	7.1%	7.4%
公用事业	16.7%	0.8%	11.5%	8.9%	2.0%	0.4%	54.4%	20.6%	-32.9%	-2.7%	13.7%	4.1%	18.3%	12.6%	5.0%
可选消费	***11.7%***	***15.9%***	***-2.5%***	***19.9%***	***22.9%***	***11.1%***	***-24.6%***	***11.7%***	***-41.9%***	***20.9%***	***3.6%***	***16.6%***	***4.0%***	***9.7%***	***13.9%***
汽车	36.3%	-2.4%	-1.8%	27.0%	27.6%	8.0%	-22.3%	-2.8%	-60.8%	22.7%	-3.0%	23.6%	-0.9%	10.3%	9.7%
零售	11.8%	4.1%	-8.2%	28.4%	16.9%	16.4%	-28.9%	13.3%	-21.6%	20.1%	1.6%	16.3%	1.7%	8.2%	15.8%
媒体	-8.7%	36.6%	3.2%	-0.4%	3.2%	12.4%	-28.6%	1.8%	-39.9%	31.7%	10.8%	9.7%	3.9%	5.7%	11.8%
旅游休闲	7.3%	25.4%	-3.2%	24.5%	43.7%	7.4%	-18.8%	34.6%	-45.3%	9.1%	4.9%	16.9%	11.2%	14.4%	18.1%
信息科技	***20.3%***	***12.3%***	***-7.1%***	***-0.6%***	***11.9%***	***43.6%***	***-40.0%***	***0.0%***	***-43.6%***	***10.4%***	***11.7%***	***21.5%***	***-4.0%***	***5.6%***	***3.1%***
金融	***22.7%***	***14.3%***	***8.0%***	***14.1%***	***18.5%***	***28.5%***	***25.8%***	***10.0%***	***-51.6%***	***26.3%***	***17.7%***	***24.0%***	***15.0%***	***18.7%***	***10.2%***
银行	22.4%	11.9%	10.9%	10.0%	23.9%	32.3%	13.8%	7.9%	-47.4%	34.2%	21.4%	28.2%	12.7%	18.6%	7.3%
保险	27.2%	5.3%	10.8%	13.6%	22.0%	18.5%	36.2%	6.6%	-46.9%	17.3%	19.9%	21.3%	15.4%	17.5%	10.5%
金融服务	18.5%	25.7%	2.3%	18.7%	9.7%	34.7%	27.3%	15.4%	-60.4%	27.4%	11.7%	22.6%	16.8%	20.0%	12.9%

资料来源：Bloomberg，Datastream，中金公司研究部

货币政策：大选年无显著差异，但变化明显放缓

经常也有投资者问到大选年是否对于货币政策变化有一定影响，或者说货币政策是否会体现出更多的中立性。从实操性角度，我们通过对比大选年美联储联邦基金利率的变化幅度作为观察政策变化的一个近似。1976 年以来 11 轮大选年期间货币政策的变化来看：

- 首先，联邦基金利率在大选年当年和前后一年的变化幅度（以其年度变化的绝对值衡量）并没有非常明显的差异。

- 不过，从大选年期间的季度变化来看，我们注意到，**大选年的三季度（即临近大选前），联邦基金利率的变化幅度要明显小于其他季度，而非大选年并没有这一规律**（图表 53）。这可能说明随着大选的临近，货币政策或倾向于按兵不动，以避免可能的对大选影响的嫌疑。不过，这一规律也并非绝对， 1988、1992、2004 年就是例外。

图表 52：大选年的货币政策在变化幅度和加息/降息次数上与前后两年并无明显差异

大选年	前一年货币政策			大选当年货币政策			后一年货币政策		
	加息/降息	全年变化（ppt）	变化幅度（ppt）	加息/降息	全年变化（ppt）	变化幅度（ppt）	加息/降息	全年变化（ppt）	变化幅度（ppt）
1976	降息为主	-3.12	3.12	加息为主	1.00	1.00	加息	0.62	0.62
1980	加息	4.00	4.00	先降后加	4.00	4.00	降息为主	-6.00	6.00
1984	加息	1.00	1.00	先加后降	-1.25	1.25	降息为主	-0.50	0.50
1988	先加后降	0.88	0.88	加息为主	1.87	1.87	先加后降	-0.50	0.50
1992	降息	-3.00	3.00	降息	-1.00	1.00	不变	0.00	0.00
1996	先加后降	0.00	0.00	降息	-0.25	0.25	加息	0.25	0.25
2000	加息	0.75	0.75	加息	1.00	1.00	降息	-4.75	4.75
2004	降息	-0.25	0.25	加息	1.25	1.25	加息	2.00	2.00
2008	降息	-1.00	1.00	降息	-4.00	4.00	不变	0.00	0.00
2012	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00
2016	加息	0.25	0.25	加息	0.25	0.25	加息	0.75	0.75
平均值			**1.30**			**1.44**			**1.40**

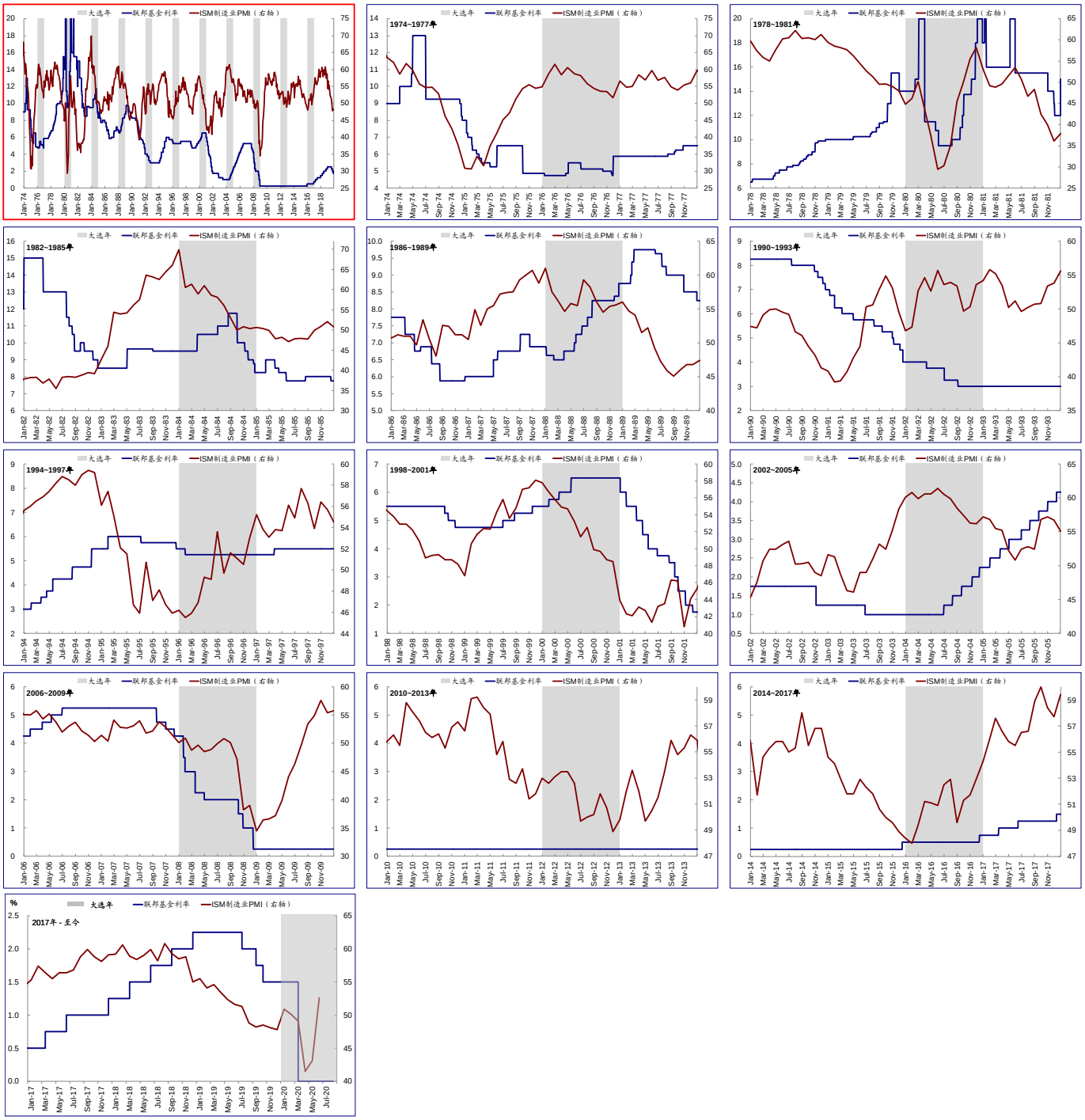
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 53：…但从季度变化的绝对值来看，大选年中三季度的货币政策变化幅度通常较低

大选年	一季度			二季度			三季度			四季度		
	加息/降息	季度变化（ppt）	幅度（ppt）	加息/降息	季度变化（ppt）	幅度（ppt）	加息/降息	季度变化（ppt）	幅度（ppt）	加息/降息	季度变化（ppt）	幅度（ppt）
1976	降息	-0.13	0.13	加息	0.75	0.75	降息	-0.37	0.37	加息	0.75	0.75
1980	加息	6.00	6.00	降息	-10.50	10.50	加息	2.50	2.50	加息	6.00	6.00
1984	加息	1.00	1.00	不变	0.00	0.00	加息	1.25	1.25	降息	-3.50	3.50
1988	降息	-0.13	0.13	加息	0.75	0.75	加息	0.75	0.75	加息	0.50	0.50
1992	不变	0.00	0.00	降息	-0.25	0.25	降息	-0.75	0.75	不变	0.00	0.00
1996	降息	-0.25	0.25	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00
2000	加息	0.50	0.50	加息	0.50	0.50	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00
2004	不变	0.00	0.00	加息	0.25	0.25	加息	0.50	0.50	加息	0.50	0.50
2008	降息	-2.00	2.00	降息	-0.25	0.25	不变	0.00	0.00	降息	-1.75	1.75
2012	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00
2016	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00	不变	0.00	0.00	加息	0.25	0.25
大选年平均值			**0.91**			**1.20**			**0.56**			**1.20**
非大选年平均值			**0.37**			**0.34**			**0.39**			**0.56**

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 54：美国大选年的货币政策变化



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义:

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编：100004
电话：(+86-10) 6505 1166
传真：(+86-10) 6505 1156

美国
CICC US Securities, Inc
32th Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

英国
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road,#33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

香港
中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

CICC 中金公司

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告